

**IZVEŠTAJ**  
**O PROCENI VREDNOSTI KAPITALA**  
**“SUBJEKT” D.O.O, GRAD**  
**na dan**  
**30. septembar 2003. godine**

**Beograd, 31. oktobar 2003.**

**MEMORANDUM  
PROCENJIVAČA****SUBJEKT d.o.o.****Adresa****G-din xx***Funkcija*

Poštovani gospodine xx,

U skladu sa Vašim zahtevom, procenili smo 100% vrednosti kapitala Subjekt d.o.o, Grad (u daljem tekstu Preduzeće ili "Subjekt") na dan 30. septembar 2003. godine. Priloženi Izveštaj sadrži analizu i zaključke do kojih smo došli u toku procene.

Cilj našeg angažmana je procena fer tržišne vrednosti 100% kapitala Subjekt d.o.o, Grad, na dan 30. septembar 2003. godine, koju će vlasnici i menadžment Preduzeća prezentirati Agenciji za privatizaciju Republike Srbije kao osnovu u određivanju visine investicionog uloga u Zorka Pharmu.

U skladu s tim, ovaj Izveštaj ne može se upotrebiti u druge svrhe, niti se može staviti na uvid trećim licima, bez znanja i pismene saglasnosti Procenjivača. Pre prijema kopije Izveštaja, treća lica moraju predati Procenjivaču potpisanu Izjavu o čuvanju poslovne tajne sa garancijom da informacije neće biti zloupotrebene (tzv. "Hold Harmless letter"). Rezultat naše procene ne predstavlja mišljenje o "pravednosti", niti savet u investicionom smislu i ne treba ga tumačiti na taj način.

Naša procena je radjena u skladu sa opšteprihvaćenim standardima procene, prilagodjenim konkretnim okolnostima.

Za svrhu ovog angažmana, fer tržišna vrednost je definisana kao "cena po kojoj se može obaviti kupoprodajna transakcija izmedju zainteresovanog prodavca i zainteresovanog kupca, u uslovima kada ni jedan ni drugi nisu pod prinudom da prodaju odnosno kupe imovinu koja je predmet transakcije i u kojima obe strane raspolažu odgovarajućim saznanjima i relevantnim činjenicama." Treba napomenuti da se dogovorena cena u konkretnoj transakciji promene vlasništva može razlikovati od procenjene vrednosti kapitala, u zavisnosti od okolnosti pod kojima se kupovina/prodaja obavlja (motivisanost, pregovaračka pozicija, priroda transakcije i drugi faktori u konkretnoj transakciji).

U skladu sa izabranim metodama procene i na osnovu načinjenih pretpostavki i drugih faktora, smatramo da fer tržišna vrednost 100% kapitala Subjekt d.o.o, Grad, na dan 30. septembar 2003. godine iznosi (zaokruženo):

**389.140.000 YUD**

**(tri stotine osamdeset devet miliona sto četrdeset hiljada dinara)**

odnosno, primenom srednjeg obračunskog kursa Narodne banke Srbije na dan 30.09. 2003. od 1 EUR = 65.9556 dinara:

**5.900.000 EUR**

**(pet miliona devet stotina hiljada eura)**

Naši zaključci ne predstavljaju zamenu za proces due diligence-a, i u cilju potencijalnih investicija i transakcija sa Preduzećem, treća lica moraju uraditi sopstveni due diligence. Naš izveštaj, takodje, nije namenjen da zameni procedure koje bi sprovele banke ili bilo koja treća lica koje žele da izvrše određene transakcije sa Preduzećem.

U našem radu koristili smo finansijske i poslovne podatke o prošlom i budućem poslovanju dostavljene od strane Preduzeća. Oslonili smo se na ove podatke kao realne pokazatelje poslovanja i stanja u Preduzeću, bez nezavisne potvrde tačnosti i sopstvene revizije podataka. U tom smislu, ne iskazujemo mišljenje o njihovoj tačnosti ili ispravnosti.

U pogledu projekcija, važno je napomenuti da su materijalne razlike izmedju projektovanih i ostvarenih rezultata česte i posledica su neočekivanih događaja i situacija.

Ovaj Izveštaj nije namenjen za širu upotrebu ili objavljivanje i ne sme se, ni u skraćenoj formi, koristiti u bilo koje svrhe osim ranije navedenih bez pismenog odobrenja Procenjivača. Kao izvršilac procene, Procenjivač ne preuzima odgovornost ili obavezu za gubitke rukovodstva ili vlasnika Preduzeća ili bilo koje treće strane, prouzrokovane kršenjem odredbi ovog paragrafa.

S poštovanjem

Procenjivač (ime, funkcija, potpis)

## S A D R Ž A J

<b>1. Svrha i cilj angažovanja .....</b>	<b>1</b>
<b>2. Obim angažovanja .....</b>	<b>2</b>
<b>3. Informacije o Preduzeću .....</b>	<b>3</b>
<b>4. Makroekonomsko okruženje.....</b>	<b>3</b>
<b>5. Profil grane.....</b>	<b>3</b>
5.1. Analiza tržišta veterinarskih lekova.....	3
5.2. Tržište sredstava za zaštitu bilja.....	6
<b>6. Finansijska analiza .....</b>	<b>6</b>
<b>7. Metodologija procene.....</b>	<b>9</b>
7.1. Troškovni pristup .....	9
7.2. Prinosni pristup.....	11
7.3. Tržišni pristup .....	13
7.4. Primenjena metodologija.....	14
<b>8. Procena vrednosti kapitala .....</b>	<b>14</b>
8.1. Metod diskontovanog novčanog toka .....	14
8.2. Metod neto imovine .....	20
<b>9. Rezime i zaključak .....</b>	<b>33</b>
<b>10. Profesionalne kvalifikacije procenjivača .....</b>	<b>35</b>
<b>11. Izjava o verodostojnosti prezentiranih informacija .....</b>	<b>35</b>
<b>12. Izjava procenjivača .....</b>	<b>35</b>
<b>13. Uslovi i odredbe .....</b>	<b>35</b>

## Lista priloga:

### PRILOG 1: *Finansijska analiza*

Tabela 1	Bilans stanja na dan 31.12.2001, 2002 i 30.09.2003 (aktiva)
Tabela 2	Bilans stanja na dan 31.12.2001, 2002 i 30.09.2003 (pasiva)
Tabela 3	Analiza vertikalne finansijske strukture
Tabela 4	Analiza horizontalne finansijske strukture
Tabela 5	Neto obrtni fond
Tabela 6	Analiza aktivnosti
Tabela 7	Bilans uspeha za 2001, 2002 i 1.1 – 30.09.2003
Tabela 8	Pokazatelji rentabilnosti

### PRILOG 2: *Metod diskontovanog novčanog toka*

Tabela 1	Projekcija proizvodnja i prihoda (po proizvodima)
Tabela 2	Projekcija poslovnih prihoda
Tabela 3	Projekcija poslovnih rashoda
Tabela 4	Obračun amortizacije
Tabela 5	Bilans uspeha
Tabela 6	Investicije u osnovna sredstva
Tabela 7	Obračun trajnih obrtnih sredstava i dobavljača
Tabela 8	Ponderisana prosečna cena kapitala (PPCK)
Tabela 8-1	Proračun stope rizika ulaganja u preduzeće
Tabela 8-1	Medjunarodna premija rizika i stopa bez rizika
Tabela 8-3	Premija rizika za veličinu preduzeća
Tabela 9	Diskont za neutrživost akcija
Tabela 10	Diskontovani novčani tok (DNT)
Tabela 11	Projekcija poreza na dobit

**PRILOG 3: Metod neto imovine**

- Prilog 3-1: Procena vrednosti zemljišta
- Prilog 3-2: Procena vrednosti gradjevinskih objekata
  - Prilog 3-2-1 Opisi gradjevinskih objekata
  - Prilog 3-2-2 Procena vrednosti gradjevina
  - Prilog 3-2-3 Fotografije gradjevinskih objekata
- Prilog 3-3: Procena vrednosti opreme
- Prilog 3-4 Procena vrednosti ostalih osnovnih sredstava
- Prilog 3-5 Specifikacija kupaca za otpis
- Prilog 3-6 Bilans stanja i uspeha po metodu neto imovine

## 1. Svrha i cilj angažovanja

Cilj našeg angažovanja je procena fer tržišne vrednosti 100% kapitala Subjekt d.o.o. Grad (u daljem tekstu: Subjekt ili Preduzeće) na dan 30. septembar 2003. godine. Procena vrednosti kapitala ima za svrhu da bude prezentirana Agenciji za privatizaciju Republike Srbije u procesu privatizacije. U skladu s tim, ovaj Izveštaj ne može se upotrebiti u druge svrhe, niti se može staviti na uvid trećim licima, osim Trgovinskog suda, bez znanja i pismene saglasnosti Procenjivača. Pre prijema kopije Izveštaja, treća lica, sa izuzetkom Trgovinskog suda, moraju predati Procenjivaču potpisanu Izjavu o čuvanju poslovne tajne sa garancijom da informacije neće biti zloupotrebene. Rezultat naše procene ne predstavlja mišljenje o "pravednosti", niti savet u investicionom smislu i ne treba ga tumačiti na taj način.

Korišćenje ovog Izveštaja od strane trećih lica, njihovo oslanjanje na podatke iz Izveštaja i donošenje odluka u skladu sa analizom tih podataka u potpunosti je odgovornost tih trećih lica, tj. korisnika. Procenjivač ne prihvata nikakvu odgovornost za eventualne obaveze ili štetu nanetu trećim licima prouzrokovanu donošenjem odluka zasnovanih na interpretaciji Izveštaja.

Za svrhu ovog angažmana, fer tržišna vrednost definisana je kao "cena po kojoj se može obaviti kupoprodajna transakcija između zainteresovanog prodavca i zainteresovanog kupca, u uslovima kada ni jedan ni drugi nisu pod prinudom da prodaju odnosno kupe imovinu koja je predmet transakcije i obe strane raspolažu odgovarajućim saznanjima i relevantnim činjenicama."

Zaključak o fer tržišnoj vrednosti predstavlja prihvatljivu procenu cene po kojoj imovina može promeniti vlasnika. Treba napomenuti da se dogovorena cena u konkretnoj transakciji promene vlasništva može razlikovati od procenjene vrednosti kapitala, u zavisnosti od okolnosti pod kojima se kupovina/prodaja obavlja (motivisanost, pregovaračka pozicija, priroda transakcije i drugi faktori u konkretnoj transakciji).

Procena se zasniva na premisi o vrednosti preduzeća kao entiteta sa neograničenim rokom poslovanja (going-concern). Ova premissa pretpostavlja ispunjenost sledećih uslova: (1) uprava Preduzeća primenjivaće samo one finansijske i poslovne strategije koje će povećavati vrednost poslovnog subjekta, i (2) ne postoji neizvesnost u vezi budućih događaja (kao što je kontinuirano poslovanje sa gubitkom i finansijskim poteškoćama). Narušavanje ovih uslova može dovesti u pitanje osnovnu pretpostavku o nastavku aktivnosti preduzeća u neograničenom budućem periodu.

U našem radu koristili smo finansijske i poslovne podatke dostavljene od strane Preduzeća i Vlasnika. Oslonili smo se na ove podatke kao realne pokazatelje poslovanja i stanja u Preduzeću.

Koristili smo i određene projekcije dostavljene od strane menadžmenta Preduzeća i Vlasnika u cilju naše procene. Nismo vršili reviziju niti ispitivanje dostavljenih projekcija i u tom smislu smatrali smo ih pouzdanim, kao i pretpostavke na kojima se oni zasnivaju.

U pogledu projekcija, važno je napomenuti da su materijalne razlike između projektovanih i ostvarenih rezultata moguće i posledica su neočekivanih događaja i situacija.

## 2. Obim angažovanja

Naše angažovanje na projektu procene vrednosti Preduzeća obuhvatilo je, ali nije bilo ograničeno na, sledeće aktivnosti:

- Posetili smo Preduzeće i razgovarali sa menadžmentom o istorijatu Preduzeća, delatnosti Preduzeća, trenutnom poslovanju i projekcijama poslovanja Preduzeća.
- Analizirali smo finansijski položaj i rezultate poslovanja Preduzeća u prethodnom periodu na osnovu zvaničnih i revidiranih bilansa stanja i bilansa uspeha za period 2001-2003. godina (devet meseci 2003. godine).
- Izvršili smo ograničeni pregled finansijskih izveštaja i korigovali pojedine pozicije u cilju njihove normalizacije.
- Analizirali smo projekcije prihoda i rashoda za poslednji kvartal 2003. godine i za period 2004-2008. dostavljene od strane menadžmenta Preduzeća.
- Analizirali smo projekcije investicionih ulaganja i projekcije amortizacije dostavljene od strane menadžmenta Preduzeća.
- Da bismo procenili potreban nivo trajnih obrtnih sredstava u sledećih pet godina, koristili smo zatečeni nivo trajnih obrtnih sredstava i normalizovane koeficijente obrta za pojedine kategorije.
- Izvršili smo projekciju diskontovanog novčanog toka (DNT) na osnovu projekcije menadžmenta za period od 1. oktobra 2003. godine do 30. septembra 2008. godine. Projekcije menadžmenta su uradjene u stalnim cenama na dan procene, tj. isključeni su efekti inflacije. U skladu s tim, projekcija diskontovanog novčanog toka urađena je u stalnim cenama na dan procene, uz korišćenje realne diskontne stope.
- Izvršili smo analizu osetljivosti, varirajući različite pretpostavke, kao što su izabrana diskontna stopa i stopa rasta rezidualnog novčanog toka.
- Da bismo odredili visinu diskonta za neutrživost, izvršili smo analizu rezultata različitih studija o diskontu za neutrživost akcija.
- Izvršili smo detaljnu procenu vrednosti pojedinih kategorija imovine i obaveza Preduzeća.

Na osnovu istraživanja, analize i primene metodologije procene o kojoj će više reči biti u odgovarajućim poglavljima, procenili smo fer tržišnu vrednost 100% učešća u kapitalu



Preduzeća na dan 30. septembar 2003. godine. Pretpostavke i rezultati naše analize prezentirani su u sledećim poglavljima kao i u *Prilozima* ovog Izveštaja.

### **3. Informacije o Preduzeću**

### **4. Makroekonomsko okruženje**

### **5. Profil grane**

#### **5.1. Analiza tržišta veterinarskih lekova**

Sa raspadom bivše Jugoslavije i daljim političkim i ekonomskim konsekvencama (raspad zajedničkog jugoslovenskog tržišta i gubljenje značajnog međunarodnog tržišta za period duži od deset godina, pre svega tržišta Evropske unije), industrija veterinarskih lekova u SiCG beleži značajnu kontrakciju poslovnih aktivnosti. Direktan uzrok pada poslovnih aktivnosti domaćih veterinarskih preduzeća leži i u padu aktivnosti stočarske delatnosti u drugoj polovini prethodne decenije. Duboka i složena kriza u kojoj se stočarstvo SiCG nalazi okarakterisana je opadanjem broja stoke po godišnjoj stopi od 3-5% i direktno utiče na opadanje proizvodnje i potražnje za veterinarskim lekovima. Istovremeno je došlo i do porasta uvoza lekova, sa 11 % u 1998. godini na 25% u 2002. godini.

Pozicija potencijalnih kupaca – potrošača veterinarskih lekova u poslednjoj deceniji takođe beleži značajna restrukturiranja. Pored postojećih velikih poljoprivrednih kombinata kao što su PIK Bečej, PKB Beograd, Carnex, Neoplanta kao i izvesnog broja manjih kombinata – farmi, stvorio se i individualni sektor sastavljen od malih, neorganizovanih preduzeća i ambulanti sa značajnim apsorpcionim potencijalom.

Osnovne karakteristike i trendovi na tržištu veterinarskih lekova u poslednjih desetak godina su:

- Značajno restrukturiranje potencijalnih potrošača i promena vlasničke strukture u procesu vlasničke transformacije domaćih preduzeća;
- Povećanje konkurencije, naročito u poslednje 2-3 godine. Prema nezvaničnim podacima Ministarstva poljoprivrede Republike Srbije, trenutno je na domaćem tržištu registrovano 11 proizvođača i 55 ovlašćenih distributera veterinarskih lekova, a praktično sve najznačajnije farmaceutske kompanije u svetu imaju svoje distributere na našem tržištu;

- Nefunkcionalna zakonska regulativa tržišta veterinarskih lekova. U toku je priprema i očekuje se pokretanje procedura kojom bi se definisala proizvodnja i promet lekova kao i njihova kontrola formiranjem Agencije za lekove;
- Kreiranje sivog tržišta usled nedostatka zakonske regulative, čije se učešće procenjuje na nivou od pet do deset procenata;
- Trend pada stočarskog potencijala koji prema procenama stručnjaka dostiže donju granicu sa naznakama mogućeg oporavka u kratkom roku.

### **5.1.1. Uvoz i izvoz**

U poslednjih pet godina uvoz veterinarskih lekova se povećao sa 11 procenata ukupnog učešća na domaćem tržištu u 1998. godini na 25 – 30 procenata učešća u 2002. godini. Najveći inostrani proizvođači lekova, poput Ceva Sante Animale-a, Serum Werk-a i Bayer-a iskoristili su pad proizvodnje domaćih preduzeća kao i nepreciznu zakonsku regulativu koja definiše registraciju lekova u SiCG, penetracijom tržišta i preuzimanjem jednog dela od domaćih proizvođača. Pored uvoza lekova, koje vrše predstavnici stranih preduzeća, uvoze se sirovine neophodne za proizvodnju lekova u domaćim preduzećima, ogrlice i hrana za kućne ljubimce i endo i ekto paraziti.

Izvoz veterinarskih proizvoda je uglavnom orijentisan na Republiku Srpsku i bivše republike SFRJ. Prepreku izvozu u zemlje EU i zemlje kandidate za članstvo predstavljaju stroge zakonske regulative zemalja članica koje prolongiraju proces registrovanja i samim tim plasman lekova čine otežanim.

### **5.1.2. Domaći proizvođači**

Najznačajniji domaći proizvođači veterinarskih lekova i preparata su Galenika, Zdravlje, Veterinarski zavod Zemun, Veterinarski zavod Subotica, Hemovet, Zorka Šabac i Župa Kruševac.

Zvanično evidentiranje plasmana preduzeća na tržište veterinarskih lekova nažalost ne postoji, sa izuzetkom analitičkih prikaza sopstvenih plasmana koji su u periodu 1997 – 2000.god. evidentirani kod grupacije domaćih (navedenih) proizvođača.

Hemovet je, statistički posmatrano, najveći proizvođač veterinarskih lekova na domaćem tržištu. Ukupna realizacija tokom 2002. godine iznosila je 207.387.586 din. sa tržišnim učešćem od 43 procenta. Galenika je lider u proizvodnji premiksa za farme, dok se Veterinarski zavodi Zemun i Subotica bave izradom vakcina i sprovođenjem vakcinacije gde oba proizvođača imaju tržišnu participaciju od 50%.

### *5.1.2.1 Registrovane grupe lekova*

Registrovani lekovi prisutni u veterinarskoj industriji su podeljeni na sledeće grupe:

1. Serumi, vakcine i dijagnostička sredstva
2. Lekovi koji deluju na uzročnike infektivnih bolesti
3. Lekovi koji deluju na uzročnike parazitarnih bolesti
4. Antiseptici i dezinficijenti
5. Preparati protiv prenosilaca infektivnih i parazitarnih bolesti
6. Lekovi koji deluju na nervni sistem
7. Lekovi koji deluju na digestivni sistem
8. Lekovi koji deluju na bolesti urinarnog sistema
9. Lekovi koji deluju na bolesti genitalnog sistema i mlečne žlezde
10. Lekovi koji deluju na bolesti respiratornog sistema
11. Lekovi koji deluju na bolesti kardiovaskularnog sistema
12. Lekovi koji deluju na bolesti krvi i krvotvornih organa
13. Lekovi koji deluju na bolesti metabolizma i prehranu
14. Hormoni
15. Lekovi koji deluju na bolesti kože i sluzokože
16. Lekovi koji deluju na bolesti mišićno-koštanog sistema
17. Pomoćna lekovita sredstva

### *5.1.2.2 Potencijal domaćeg tržišta*

Tržište SiCG je veoma interesantno za zemlje članice EU i zemlje kandidate za članstvo jer poseduje veliki broj farmi koje mogu da apsorbuju višak krda za tov iz navedenih zemalja. Rast stočarske aktivnosti imao bi direktne pozitivne posledice i na industriju veterinarskih lekova.

Naime, članice EU i zemlje koje su svoje propise uskladile sa propisima EU, poseduju zakonski definisanu kvotu tj. ograničenje na broj krda koje mogu da se, iz ekoloških razloga, uzgajaju unutar teritorija države, tako da krda koja prelaze kvote moraju da budu uzgajana na drugim lokacijama. SiCG raspolaže velikim brojem farmi koje mogu da se iskoriste u te svrhe, tako da je domaće stočarsko tržište već postalo interesantno područje za izvoznike iz Slovenije, Holandije, Poljske i Rusije.

### *5.1.3. Tržišna pozicija Subjekt-a*

\*\*\*\*\*

Današnja proizvodnja Subjekta je skoncentrisana na intenzivni uzgoj i zadovoljavanje potreba velikih farmi.

Najveći konkurenti Subjekt-u u oblasti veterinarskih lekova su inostrane farmaceutske kuće, pre svega Ceva Sante Animale, Serum Werk i Bayer.

## 5.2. Tržište sredstava za zaštitu bilja

Domaće tržište preparata za zaštitu bilja odlikuje veliki broj proizvođača kao i uvoznika. Proizvedeni preparati su širokog raspona kvaliteta i cena, koji ne moraju biti u korelaciji. Godišnji promet na domaćem tržištu se procenjuje na 5 milijardi din, dok se realni potencijal tržišta procenjuje na oko 10 milijardi din. Najveći kupci na domaćem tržištu su preradivački centri kao i agrokombinati.

Tržište pesticida je do 2000. godine karakterisala neorganizovanost prodaje, kao i plasman preparata sumnjivog kvaliteta, a sve to kao posledica nedovoljne pravne regulative u ovom sektoru. Kod velikih proizvođača pesticida došlo je do ukupnjavanja, nastalih fuzijama i kupovinama manjih proizvođača, koje su permanentno uticale na promene u leaderskoj poziciji. Od 2002. godine leaderske pozicije na domaćem tržištu zauzimaju inostrana preduzeća kao što su Syngenta, Basf, Bayer, Du Pont, Mactechim, Monsanto, FMS i Uniroyal.

Podela pesticida izvršena je prema grupi organizama koje suzbijaju:

- Fungicidi i baktericidi - suzbijaju mikroorganizme,
- Insekticidi - suzbijaju insekte,
- Herbicidi - suzbijaju korove.

U ukupnoj strukturi prodaje herbicidi učestvuju sa 60 procenata, fungicidi sa 25 procenata a insekticidi sa 15 procenata.(orijentacioni podaci).

Na tražnju pesticida utiče setvena struktura, agrarna politika i nivo subvencija, agrotehnika kod pojedinih kultura kao i metereološki uslovi. Najvalidniji kriterijum ipak predstavlja platežna sposobnost ciljnih proizvođača (restriktivna agrarna politika zadnjih godina favorizuje jeftine, nedovoljno efikasne preparate koji pružaju mogućnost opstanka useva ali ne i njihovu profitabilnost).

## 6. Finansijska analiza

Analiza finansijskog stanja izvršena je na osnovu poređenja knjigovodstvenih finansijskih izveštaja na dan 31.12.2001, 31.12.2002. i na dan 30.09.2003. godine. Analitičke tabele koje su predstavljale osnovu za finansijsku analizu prikazane su u Prilogu 1.

Poređenjem strukture bilansa stanja u periodu od 2001. do 2003. godine analiziran je finansijski položaj preduzeća Subjekt d.o.o, Grad. Na osnovu podataka iz bilansa stanja dobijene su informacije o strukturi sredstava i izvora sredstava, finansijskoj ravnoteži, likvidnosti i finansijskoj sigurnosti.

**Strukturu poslovnih sredstava** u posmatranom periodu karakteriše veće procentualno učešće obrtnih sredstava u odnosu na stalna sredstva (58% u 2001, odnosno 78% na dan 30.09.2003. godine).

Učešće stalnih sredstava u ukupnoj aktivi beleži pad sa 42% u 2001. godini na 22% na dan 30.09.2003. godine. U strukturi stalnih sredstava dominiraju materijalna ulaganja, koja na dan procene čine 97,5% stalnih sredstava (21% ukupne aktive). Materijalna ulaganja se odnose isključivo na zemljište (100% ukupnih materijalnih ulaganja na dan 30.09.2003.). dok učešće nematerijalnih ulaganja iznosi 2.5% (1% ukupne aktive).

U strukturi obrtnih sredstava učešće zaliha u relativnom odnosu na ukupnu aktivu iznosi oko 10% u 2001. godini, u 2002. godini oko 40%, dok na dan 30.09.2003. godine iznosi 25% ukupne aktive. U istom periodu, potraživanja Preduzeća u odnosu na ukupnu aktivu beleže pad sa 48% u 2001. godini na 16% u 2002. godini, da bi u periodu zaključno sa 30.09.2003. godine iznosila 49% ukupne aktive. Učešće novčanih sredstava je relativno zanemarljivo u celom posmatranom periodu i kreće se oko 1%.

**Struktura izvora sredstava** ukazuje na blagi pad finansijske sigurnosti (solventnosti) Preduzeća. Naime, tokom posmatranog perioda zabeleženo je povećanje učešća pozajmljenih izvora finansiranja, sa 24% u 2001. godini na 39% na dan procene. U strukturi pozajmljenih izvora zastupljene su gotovo isključivo kratkoročne obaveze. U strukturi kratkoročnih obaveza, najznačajnije je učešće dobavljača koje beleži rast sa 16% ukupne pasive (ili 67% ukupnih kratkoročnih obaveza) u 2001. godini na 39% ukupne pasive na dan 30.09.2003. godine, dok je učešće bruto plata i ostalih obaveza zanemarljivo u celokupnom posmatranom periodu.

**Dugoročna finansijska ravnoteža** je prisutna u celom posmatranom periodu, što potvrđuje i **analiza neto obrtnog fonda**. Dakle, stalna sredstva u potpunosti su finansirana iz dugoročnih izvora uz rastući trend odnosa dugoročnih izvora i stalnih sredstava, sa 1,8 u 2001. godini na 2,8 na dan 30.09.2003. godine. Racio pokrivenosti kamata je izuzetno dobar mada pokazuje trend blagog pada, sa 3.3 u 2001. godini na 2.6 na dan 30.09.2003. godine.

Sposobnost preduzeća da u roku izmiruje dospelje obaveze ocenjuje se na osnovu **pokazatelja likvidnosti**. **Opšti racio likvidnosti** je na zadovoljavajućem nivou (teorijski poželjan nivo je 1,5-2) ali uz opadajući trend sa 2,45 u 2001. do 2,01 na dan 30.09.2003. godine. **Reducirani racio likvidnosti** u posmatranom periodu prati kretanje opšteg racija, samo na nižem nivou (2,04 u 2001. godini, odnosno 1,37 na dan 30.09.2003. godine (teorijski poželjan nivo 1). Likvidnost preduzeća na osnovu ovih pokazatelja nije ugrožena, ali je prisutan opadajući trend.

**Pokazatelji aktivnosti** izračunavaju se na osnovu nivoa obrtnih sredstava i stepena njihovog angažovanja. Koeficijent obrta ukupnih obrtnih sredstava je stabilan u 2001. i 2002. godini, i iznosi 2,7 odnosno 0,8 za prvih devet meseci 2003. godine. Koeficijent obrta kupaca opada u posmatranom periodu sa 5,6 u 2001. na 1,2 za prvih devet meseci 2003. godine. Period naplate potraživanja se povećao sa 65 dana u 2001. godini na 222 dana za prvih devet meseci 2003. godine, što ukazuje na pogoršanje efikasnosti naplate potraživanja. Koeficijent obrta zaliha je značajno umanjeno u periodu 2001–2002. godine

(sa 18 na 5,1) da bi se negativan trend nastavio i u prvih devet meseci 2003. godine (4,1). Period izmirenja obaveza prema dobavljačima je produžen i to sa 57 dana u 2001. na 77 dana u 2002, dok u prvih devet meseci 2003. godine iznosi 204 dana. Pokazatelji aktivnosti ukazuju da preduzeće nešto sporije naplaćuje svoja potraživanja nego što plaća svoje obaveze, što je dobrim delom uzrok opadajuće likvidnosti.

**Analiza rentabilnosti** zasniva se na analizi bilansa uspeha, odnosno strukturi prihoda i rashoda.

Preduzeće ostvaruje prihode isključivo na domaćem tržištu. Takođe, zabeležen je rast prihoda od 6,8% u 2002 u odnosu na 2001. godinu.

Finansijski prihodi nisu materijalno značajni tokom perioda analize, njihovo učešće u ukupnim prihodima je zanemarljivo. Neposlovni i vanredni prihodi imaju značajno učešće u ukupnim prihodima tokom posmatranog perioda i odnose se na 17% ukupnih prihoda u 2001.godini i 38% u periodu zaključno sa 30.09.2003.

U strukturi rashoda preovlađuju poslovni rashodi čije učešće raste sa 77% u 2001. godini na 93% poslovnih prihoda za prvih devet meseci 2003. godine. U strukturi poslovnih rashoda dominiraju rashodi direktnog materijala sa učešćem od 61% poslovnih rashoda u 2001. godini i 76% za prvih devet meseci 2003. godine. Najveći rast beleže troškovi ostalog materijala koji u posmatranom periodu kreću se u rasponu od 1% poslovnih prihoda u 2001. godini do 4% za prvih devet meseci 2003. godine. Troškovi amortizacije beleže blagi rast sa 1% poslovnih prihoda u 2001. godini na 2% za prvih devet meseci 2003. godine. Učešće neposlovnih i vanrednih rashoda beleži značajan rast sa 33% poslovnih prihoda u 2001. godini na 66% za prvih devet meseci 2003. godine.

Dobit I (bruto dobit) u posmatranom periodu ima opadajući trend i kreće se u rasponu od 39% poslovnih prihoda u 2001. godini do 24% za prvih devet meseci 2003. godine. Dobit II (dobit pre kamata, poreza i amortizacije) pokazuje opadajući trend, sa 24% u 1999. godini na 8% za prvih devet meseci 2003. godine. Opadajući trend ukazuje na pogoršanje operativne efikasnosti i rezultat je, pre svega, povećanja troškova zarada i ostalog materijala. Dobit III (dobit pre kamata i poreza) prati kretanje Dobiti II, i smanjuje se sa 22% poslovnih prihoda u 2001. godini na 6% za prvih devet meseci 2003. godine. Neto dobitak ima još izrazitiji opadajući trend, sa 5% poslovnih prihoda u 2001. godini na negativnih (-21%) u prvih devet meseci 2003. godine, kao rezultat negativnog finansijskog rezultata (neposlovni i vanredni prihodi se manje i sporije povećavaju nego neposlovni i vanredni rashodi). Isključenjem rigoroznog otpisa potraživanja, Preduzeće ostvaruje pozitivnu dobit na svim nivoima.

**DuPont analiza** koristi se za ocenu rentabilnosti i pokazuje koliko preduzeće efikasno upravlja troškovima i koristi ukupna i sopstvena poslovna sredstva. Stope prinosa na sopstvena i angažovana sredstva pokazuju opadajući trend. Stopa prinosa na sopstveni kapital smanjuje se sa 11,23% u 2001. godini na negativnih (-120,47%) u prvih devet meseci 2003. godine, dok stopa prinosa na angažovana sredstva u istom periodu opada sa 8,17% na -27,15%. Iz analize DuPont formule može se zaključiti da najveći uzrok opadanja stope prinosa odnosi se na pogoršanje profitabilnosti preduzeća (stopa neto dobiti opada sa 5% u 2001. godini na negativnih -21% za prvih devet meseci 2003.

godine). Koeficijent obrta poslovne aktive takođe se smanjuje sa 1,9 u 2001. godini na 1,8 za prvih devet meseci 2003. godine, što ukazuje na nedovoljnu iskorišćenost sredstava preduzeća.

Ukupni finansijski rezultati preduzeća Subjekt d.o.o, Grad pokazuju blago pogoršanje poslovnih rezultata preduzeća u posmatranom periodu i opadajući trend neto dobitka sa ostvarenim gubitkom za prvih devet meseci 2003. godine; s druge strane, dugoročna finansijska ravnoteža je ostvarena u celom periodu analize. Likvidnost je takodje na zadovoljavajućem nivou, ali u blagom padu. Konačno, stope prinosa opadaju u posmatranom periodu, naročito u vanposlovnoj sferi, što je prvenstveno posledica suviše opreznog tretmana nenaplaćenih potraživanja.

## 7. Metodologija procene

Postoje tri opšteprihvaćena pristupa procene: 1) Troškovni pristup 2) Tržišni pristup i 3) Prinosni pristup. Svrha primene više od jednog pristupa prilikom procene je donošenje profesionalnog i objektivnog zaključka o finalnoj procenjenoj vrednosti na bazi uzajamno potkrepljujućih dokaza i rezultata koji proizilaze iz različitih metoda procene.

### 7.1. Troškovni pristup

Prema troškovnom pristupu, osnovu za procenu vrednosti kapitala preduzeća čini identifikovanje i utvrđivanje troškova zamene osnovnih i obrtnih sredstava, odnosno utvrđivanje fer tržišne vrednosti (FTV) imovine i FTV obaveza preduzeća. Utvrđivanje FTV svakog imovinskog dela može zahtevati nekoliko različitih analiza u proceni, koje će takođe uključiti jedan ili više različitih prihvaćenih pristupa. U zavisnosti da li je polazna pretpostavka neograničeno trajanje poslovanja preduzeća (Going Concern) ili prestanak rada preduzeća, može se primeniti metod neto imovine ili metod likvidacione vrednosti kapitala. U konkretnom slučaju procene FTV ukupnog kapitala "Subjekt" d.o.o, Grad, polazi se od Going Concern premise, što upućuje na primenu metoda neto imovine. Prema metodu neto imovine, FTV kapitala preduzeća se procenjuje tako što se utvrđuje FTV svih pozicija u aktivi, a zatim se ona umanjuje za FTV dugoročnih i kratkoročnih obaveza. Rezultat predstavlja FTV kapitala odnosno FTV neto imovine.

Sušтина ovog metoda sastoji se u proceni vrednosti bruto imovine preduzeća i proceni vrednosti svih obaveza. Procena se vrši jer su knjigovodstvene vrednosti iskazane u poslovnim knjigama uglavnom nerealne. Najčešći uzroci nerealnog prikazivanja vrednosti pojedinih pozicija u knjigovodstvenim evidencijama su: visoka inflacija i neodgovarajuća politika revalorizacije, neodgovarajuća politika amortizacije, nerealno iskazivanje zaliha, neodgovarajuća ispravka vrednosti za nenaplaćena potraživanja kojima je istekao rok naplate. Pored navedenog, odstupanje knjigovodstvene vrednosti od realnih vrednosti rezultat je nekonzistentnih zakonskih rešenja. Zbog toga su, saglasno odgovarajućim propisima, procenjivane vrednosti svih kategorija sredstava i izvora sredstava i, u zavisnosti od dobijenih rezultata, korigovane njihove knjigovodstvene vrednosti.



Posebna pažnja u proceni posvećena je realnoj imovini (stalnim sredstvima) koja se sastoji od zemljišta, zgrada, infrastrukture, instalacija i lokacijskih poboljšanja, kao i opremi. Aktivnosti procene stalnih sredstava, odnosno utvrđivanja realne vrednosti konkretne imovine, obuhvatale su obilazak procenjivane imovine, razgovore sa rukovodiocima pogona zaduženim za konkretnu imovinu, inženjerima, pregled raspoložive projektne i građevinske dokumentacije, pretraživanje i pregled dodatnih informacija sa tržišta kao što su troškovi izgradnje, transakcije u domenu nekretnina, troškovi zakupa, i drugi troškovi.

Tri tradicionalno korišćene tehnike u proceni nekretnina baziraju na upotrebi troškovnog pristupa, pristupa direktnog upoređivanja prodajnih cena, kao i prinostnog pristupa. Svaka od ovih tehnika rezultira u posebnoj vrednosti kao indikatoru realne vrednosti nekretnina. Nakon primene ovih tehnika, obavlja se proces usaglašavanja kojim se upoređuju prednosti i nedostaci svake od korišćenih tehnika procene. Kao rezultat ovog usaglašavanja, dobija se vrednost konkretne imovine do koje se dolazi tako što se primarni značaj daje onoj tehnici ili tehnikama procene za koje se zaključuje da su najpouzdanije u konkretnom slučaju, uzimajući u obzir sve faktore koji su bili predmet razmatranja.

U narednim pasusima detaljnije se razmatra svaka od korišćenih tehnika procene. Treba imati u vidu da opisana metodologija predstavlja klasičan pristup u proceni vrednosti nekretnina. Za određenu imovinu koja je locirana u nedovoljno razvijenim tržištima ili gde imovinska prava još uvek nisu do kraja utvrđena, neophodno je da se izvrši izvesna modifikacija metodologije.

Prvi pristup u proceni je "Troškovni pristup". Ova tehnika bazira na principu supstitucije, pri čemu se polazi od premise da racionalan kupac neće za konkretnu imovinu platiti cenu višu nego što bi bilo potrebno da sličnu imovinu pribavi kupovinom nekretnina slične lokacije i izgradi slična postrojenja. Pretpostavka na kojoj počiva ova tehnika je da je inherentna tržišna vrednost imovine približno jednaka troškovima njene izgradnje. Pod pretpostavkom da je nekretnina u potpunosti vlasništvo preduzeća, prvi korak u primeni ove tehnike je da se utvrdi tržišna cena nekretnine pod pretpostavkom da je zemljište neuređeno i slobodno za izgradnju, sve do stepena najvišeg mogućeg iskorišćenja. Nekretnina se uobičajeno vrednuje kroz direktno upoređivanje prodajne cene, uz korišćenje podataka o prodajama ili uporedivih ugovora o transakcijama vlasništva nad nekretninom. Nakon toga, vrednost nekretnine (koja u slučaju zemljišta uključuje povećanja vrednosti usled ulaganja u njegovo privođenje nameni) utvrđuje se izračunavanjem troškova zamene svih dodatnih ulaganja, umanjeno za sva smanjenja vrednosti. Procenjena vrednost dodatnih ulaganja se onda dodaje procenjenoj vrednosti nekretnine kako bi se došlo do tržišne vrednosti primenom troškovnog pristupa.

Druga tehnika procene je "Pristup direktnog upoređivanja cena". Ova tehnika počiva na premisi da se kupci na tržištu odlučuju za kupovinu upoređivanjem cena, tako da je ova tehnika takođe bazirana na principu supstitucije. Drugim rečima, ona počiva na premisi da racionalan kupac za konkretnu imovinu neće platiti više nego što bi platio neku drugu imovinu slične namene i kvaliteta. Ova tehnika podrazumeva pribavljanje informacija sa



tržišta o cenama prometa imovine slične onoj koja se procenjuje. Te uporedive cene se zatim koriguju za sve eventualne razlike između te imovine i imovine koja je predmet procene. Po korigovanju ovih cena, one mogu biti korišćene kao uporediva osnova za procenu vrednosti konkretne imovine.

Treći metod koji se koristi u proceni vrednosti realne imovine jeste "Prinosni metod". Ova tehnika procene počiva na principu anticipacije. Po ovom principu, tipični investitor/kupac na tržištu ulaže u onu imovinu od koje očekuje da mu u budućnosti donosi prihod i druge koristi. Drugim rečima, vrednost se može definisati kao sadašnja vrednost svih prava na buduće koristi. Prvi korak u proceni ovom metodom je utvrđivanje potencijalnog bruto prihoda posmatranog preduzeća subjekta, koji postojeća imovina može da generiše u budućnosti. Važno je napomenuti da se ovaj prihod odnosi samo na prinos od konkretnih nekretnina (obično u formi prihoda na ime zakupa koji se ostvaruje od zakupca), a ne i na ukupan prinos koji potiče iz poslovanja preduzeća. Potencijalni bruto prihod subjekta se onda projektuje uz upotrebu ostvarenih cena zakupa preduzeća subjekta u prošlosti, kao i tržišnih cena zakupa koje se odnose na sličnu imovinu. Od ovog iznosa potencijalnog bruto prihoda, mora se oduzeti gubitak koji potiče iz perioda kada imovina nije bila pod zakupom kao i gubitak usled nenaplaćenih zakupa, a takođe i svi procenjeni troškovi koji će biti prouzrokovani upotrebom ove imovine. Nakon ovih smanjenja, dobija se procenjena vrednost neto poslovnog prihoda konkretne imovine. Ovaj neto poslovni prihod se potom deli sa stopom kapitalizacije, ili se projektuje na budući period i diskontuje na sadašnju vrednost, kako bi se došlo do procenjene vrednosti po prinosnom metodu.

Poslednji korak u procesu procene je utvrđivanje finalne vrednosti, do koje se dolazi uz uvažavanje nalaza svih korišćenih metoda koje su ocenjene kao prihvatljive. Ovaj proces utvrđivanja finalne vrednosti uključuje razmatranje svih slabosti i prednosti korišćenih metoda kao i razmatranje na koji način se ovi metodi odnose na procenu konkretne imovine kao i na tržišne uslove uopšte. Kao rezultat, dolazi se do jedinstvene vrednosti procenjene imovine, čime se i ispunjava svrha procene.

U skladu sa našom analizom, došli smo do zaključka da je usled niza ograničavajućih faktora za primenu prinosnog metoda i metoda direktnog upoređivanja cena, troškovni pristup najprikladniji za procenu imovine kojom raspolaže Preduzeće.

## 7.2. Prinosni pristup

*Prinosni pristup* počiva na premisi da je vrednost poslovnog subjekta ili imovine jednaka sadašnjoj vrednosti budućih ekonomskih prinosa (npr. neto novčanog toka) koje će ostvariti vlasnici imovine. U okviru prinosnog pristupa, u praksi je najčešća primena metoda diskontovanog novčanog toka (DNT) i metoda kapitalizovanja ostvarenih rezultata. U konkretnom slučaju procene FTV kapitala "Subjekt" d.o.o, Grad, primenjen je metod diskontovanog novčanog toka. Prema **metodu diskontovanog novčanog toka**, vrednost kapitala preduzeća jednaka je sadašnjoj vrednosti budućeg neto novčanog toka. U primeni ovog metoda vrši se projekcija neto novčanog toka, tako što se od projektovanih priliva oduzimaju projektovani odlivi sredstava. Neto novčani tok, utvrđen za svaku narednu godinu, se zatim diskontuje radi utvrđivanja njegove sadašnje vrednosti. Diskontna stopa, kojom se

projektovani neto novčani tok svodi na sadašnju vrednost, zavisi od izabrane definicije novčanog toka i može predstavljati ili prosečnu ponderisanu cenu kapitala (za novčani tok pre servisiranja dugova) ili cenu sopstvenog kapitala (za novčani tok posle servisiranja dugova).

Prinosni pristup procene vrednosti definiše vrednost poslovnog subjekta ili imovine, kao iznos (ili raspon vrednosti) jednak sadašnjoj vrednosti budućih priliva, koji pripadaju vlasniku preduzeća odnosno imovine koja je predmet procene. Postoje dva osnovna metoda koja se koriste da bi se došlo do vrednosti kapitala na osnovu prinostnog pristupa: kapitalizacija ostvarenih rezultata i diskontovanje budućih rezultata poslovanja.

U okviru prinostnog koncepta, primenjen je metod diskontovanih novčanih tokova (DNT) za procenu vrednosti ukupnog (100%) sopstvenog kapitala "Subjekt" d.o.o, Grad. Prema metodu DNT vrednost kapitala preduzeća jednaka je zbiru sadašnje vrednosti budućih neto priliva, koji potencijalni vlasnici mogu ostvariti u neograničeno dugom periodu. Budući rezultati se projektuju za određeni vremenski period koji je potreban Preduzeću da dostigne stabilan nivo poslovanja, a zatim se obračunava rezidualna vrednost na bazi kapitalizacije rezultata iz poslednje godine projekcije. Projektovani rezultati poslovanja, uključujući i rezidualnu vrednost se diskontuju na sadašnju vrednost korišćenjem diskontne stope.

#### **7.2.1. Izbor definicije novčanog toka**

Novčani tok obuhvata sve prilive i odlive sredstava, i direktno pokazuje sposobnost preduzeća da servisira dospele obaveze. Drugim rečima, novčani tok govori o nivou ostvarene likvidnosti preduzeća. Pozitivan neto novčani tok (razlika između priliva i odliva) znači postojanje sopstvenih izvora za finansiranje daljeg rasta i razvoja preduzeća. Obrnuto, negativan neto novčani tok zahteva angažovanje dodatnih, pozajmljenih izvora finansiranja.

Postoji više definicija novčanog toka koje se koriste u proceni vrednosti, od kojih se najčešće koriste sledeće: **novčani tok posle servisiranja dugova** i **novčani tok pre servisiranja dugova** (u oba slučaja novčani tok podrazumeva oporezivanje). Šematski prikaz ovih dveju definicija dat je u sledećem pregledu:

NOVČANI TOK DVE DEFINICIJE	
POSLE SERVISIRANJA OBAVEZA	PRE SERVISIRANJA DUGOVA
NETO DOBIT + AMORTIZACIJA + POVEĆANJE DUGOROČNIH OBAVEZA +(-) SMANJENJE (POVEĆANJE) TRAJNIH OBRJNIH SREDSTAVA - INVESTICIJE U STALNA SREDSTVA - OTPLATA DUGOROČNIH OBAVEZA =	DOBIT PRE KAMATA I POSLE POREZA + AMORTIZACIJA +(-) SMANJENJE (POVEĆANJE) TRAJNIH OBRJNIH SREDSTAVA - INVESTICIJE U STALNA SREDSTVA =
NOVČANI TOK POSLE SERVISIRANJA OBAVEZA	NOVČANI TOK PRE SERVISIRANJA OBAVEZA
<b>DISKONTNA STOPA:</b> CENA SOPSTVENOG KAPITALA	<b>DISKONTNA STOPA:</b> PROSEČNA PONDERISANA CENA KAPITALA

**ZAKLJUČAK O PROCENJENOJ VREDNOSTI KAPITALA**

PROCENJENA VREDNOST SOPSTVENOG KAPITALA	PROCENJENA VREDNOST INVESTIRANOG KAPITALA (SOPSTVENI KAPITAL + KREDITNE OBAVEZE) - TRŽIŠNA VREDNOST KREDITNIH OBAVEZA =
	PROCENJENA VREDNOST SOPSTVENOG KAPITALA

**UVEK JE PRIMENJEN OBRAČUN PO STALNIM CENAMA**

Za svrhe ovog izveštaja budući prinos je definisan kao novčani tok pre servisiranja obaveza. Definicija novčanog toka pre servisiranja dugova obuhvata sve odlive i prilive koji nastaju kao rezultat poslovanja i investiranja, što podrazumeva da je vrednost investiranog kapitala jednaka sumi sopstvenog kapitala i dugoročnih kredita.

Kao što je već rečeno u metodološkim napomenama, bez obzira na izabranu definiciju, uvek se koristi realni novčani tok, tj. kompletan obračun radi se u stalnim cenama na dan procene.

Procenjena vrednost ukupnog sopstvenog kapitala dobijena je kao razlika investiranog kapitala i ukupnog iznosa dugoročnih kreditnih obaveza, uz umanjenje za nedostatak neutrživosti kapitala i umanjenje za nedostatak neto obrtnog kapitala.

### 7.3. Tržišni pristup

*Tržišni pristup* kvantifikuje vrednost uzimajući u obzir: (a) aktivnosti tržišta kapitala, odnosno promene vrednosti akcija sličnih preduzeća čije se akcije kotiraju na berzama (metod komparacije), i/ili (b) obavljene transakcije kupovine ili prodaje sličnih preduzeća (transakcioni metod). **Metod komparacije** zahteva istraživanje i identifikovanje uzorka preduzeća koja svoje akcije kotiraju na berzama, a koja su slična preduzeću koje je predmet procene. Po utvrđivanju reprezentativne grupe uporedivih preduzeća, pristupa se izračunavanju pokazatelja vrednosti (npr. odnos cene akcije prema ukupnim prihodima, cena akcije prema neto novčanom toku, itd.), koji se zasnivaju na tržišnim cenama i

izvršenoj finansijskoj analizi i studiji uporedivosti, kako bi se konkretno preduzeće kompariralo sa precizno odabranom grupom sličnih preduzeća. **Transakcioni metod** se primenjuje na sličan način, tako što se prikupljaju podaci o transakcijama promene vlasništva uporedivih preduzeća

#### **7.4. Primenjena metodologija**

U proceni fer tržišne vrednosti kapitala "Subjekt" d.o.o, Grad, primenili smo metod neto imovine kao troškovni pristup u proceni i metod diskontovanog novčanog toka kao prinostni pristup. Usled svrhe procene, tržišni pristup ocenjen je kao neadekvatan.

## **8. Procena vrednosti kapitala**

Za svrhu procene korišćen je bilans stanja Preduzeća na dan 30. septembar 2003. godine (Prilog 1, Tabele 1 i 2).

### **8.1. Metod diskontovanog novčanog toka**

#### **8.1.1. Projekcija novčanog toka**

Glavni podaci dobijeni procenom obuhvataju: (a) projekciju prodaje, cena i prihoda, (b) projekciju poslovnih rashoda, (c) projekciju bilansa uspeha na poslovnom nivou, (d) projekciju ulaganja u trajna obrtna sredstva, (e) projekciju investicija u stalna sredstva i (f) projekciju novčanog toka. Ove projekcije, kao i druge tabele priložene su u Prilogu 2 Izveštaja. Na osnovu analize planova Preduzeća i informacija dobijenih od menadžmenta Preduzeća, prihvaćen je period projekcije od pet godina iz sledećih razloga:

- Očekuje se da će u tom periodu doći do ekonomskog oporavka domaće privrede, kao i da će poslovanje Preduzeća dostići stabilan nivo.
- U slučaju korišćenja dužeg perioda projekcije od pet godina raste rizik greške.

Projekcija novčanih tokova uradjena je na osnovu analize projekcija poslovanja Preduzeća po svim kategorijama prihoda, rashoda i investicija u osnovna i obrtna sredstva. Projekcija je zasnovana na analizi poslovanja Preduzeća u prvih devet meseci 2003. godine, finansijskim planovima Preduzeća za predstojeći period, projekcijama granskih trendova, kao i važnim informacijama o makroekonomskom okruženju.

#### **8.1.2. Projekcije poslovanja**

Poslovni prihod Preduzeća je izračunat na osnovu sadašnjeg proizvodnog programa, plana uvođenja novih proizvoda (koje je već u toku), trenutnog i anticipiranog udela na tržištu, makroekonomske situacije kao i cena proizvoda na domaćem i inostranom tržištu. Projekcija prihoda je zasnovana na prodaji po osnovnim proizvodima asortimana

preduzeća i očekivanoj prosečnoj ceni proizvoda na domaćem tržištu tokom projektovanog perioda. Informacije su nam dostavljene od strane menadžmenta.

**Poslovni prihodi** preduzeća generisani su prodajom velikog broja proizvoda koji se mogu podeliti u dva osnovna programa: veterina (antibiotici, sulfonamidi, hemoterapeutici, infuzioni rastvori, vitamini itd.) i fito zaštita (herbicidi, fungicidi i insekticidi). Osim standardnog programa koji je bio zastupljen u prethodnom periodu, prema informacijama dobijenim od menadžmenta Preduzeća, u toku je uvođenje novih preparata i novih formi postojećih preparata. Iz grupe novih formi veterinarskih proizvoda po svom značaju se izdvajaju Cevazol (u pakovanju od 1 lit), Colivet (u pakovanju od 1 kg), Ivermektin (20 gr.) i Helmizol plv (10x15 gr.), a kod fito zaštite Pulsar 40 (1 lit.).

U petogodišnjem periodu projekcije, struktura prihoda se ne menja, sem u prvoj godini, 47% prihoda čini fito zaštita, 30% veterina – postojeći program i 23% novi program veterine i fito zaštite. Obračun poslovnih prihoda izvršen je na bazi realno procenjenog proizvodnog asortimana, potencijala tržišta i aktuelnih cena na dan procene. U prvoj godini predviđena je proizvodnja i prodaja pri važećim tržišnim cenama kojom će biti ostvaren prihod od 569.761 hiljada YUD. U narednim godinama, predviđen je porast proizvodnje i prodaje (5%), tako da se za petu godinu projekcije planira prodaja u iznosu od ukupno 762.772 hiljada YUD.

Detaljna projekcija obračuna i dinamike poslovnih prihoda data je u Prilogu 2, Tabele 1 i 2.

**Poslovni rashodi** predstavljaju sintetičku kategoriju troškova i obuhvataju troškove direktnog materijala, troškove goriva i energije, amortizaciju, bruto zarade i ostale troškove (troškove održavanja, nematerijalne troškove).

*Troškovi direktnog materijala.* Budući da se radi o direktnim troškovima poslovanja, obračun je izvršen na bazi informacija dobijenih od menadžmenta Preduzeća po kojima troškovi direktnog materijala za veterinu čine 77% prihoda veterinarskog programa, a za fito zaštitu 59% prihoda biljne zaštite. Pri tome treba imati u vidu da u slučaju veterine trošak direktnog materijala obuhvata zapravo trošak poluproizvoda tj. predstavlja širu kategoriju troškova. Dakle, za planirani nivo proizvodnje identifikovan je neophodan nivo sirovina i repromaterijala. Materijalni troškovi u prvoj godini projekcije proračunati su na nivou od 415.161 hiljada YUD, što iznosi oko 65.4% ukupnog prihoda Preduzeća. U sledećim godinama projekcije, materijalni troškovi rastu saglasno rastu prihoda, tako da u poslednjoj godini iznose 504.631 hiljada YUD.

*Troškovi goriva i energije* projektovani su, takodje, na bazi iskustvenih podataka dobijenih od menadžmenta po kojima ova kategorija troškova za fito zaštitu iznosi 0,7% prihoda ove organizacione celine, dok su troškovi goriva i energije za veterinu sadržani u troškovima poluproizvoda tj. troškovima direktnog materijala. U prvoj godini projekcije ovi troškovi iznose 2.872 hiljada YUD ili 0,5% ukupnih prihoda od prodaje, dok u poslednjoj godini projekcije dostižu nivo od 3.491 hiljada YUD (Prilog 2, Tabela 3).

*Bruto zarade i naknade.* Obračun bruto plata je projektovan na osnovu ukupnih troškova bruto zarada u prethodnom periodu i analogne projekcije rasta prihoda. U celokupnom periodu projekcije, iznos bruto plata je na nivou od 5,5% ukupnog prihoda i iznosi 34.930

hiljada YUD (prva godina projekcije). U poslednjoj godini projekcije bruto plate dostižu nivo od 42.458 hiljada YUD.

*Amortizacija.* Osnovu za obračun amortizacije predstavljaju procenjena nabavna vrednost pojedinih kategorija osnovnih sredstava i analogne procenjene amortizacione stope. Početni godišnji iznos amortizacije je 4.134 hiljada YUD, ili 0,7% od ukupnih prihoda. Iznos amortizacije u poslednjoj godini projekcije dostiže nivo od 5.063 hiljada YUD. Detaljan obračun amortizacije dat je u Prilogu 2, Tabela 4.

*Održavanje i rezervni delovi.* Troškovi održavanja i rezervnih delova su projektovani na bazi iskustvenih podataka za delatnost kojom se Subjekt bavi (2% ukupnih prihoda). U prvoj godini projekcije ovi rashodi iznose 12.702 hiljada YUD dok u poslednjoj godini dostižu nivo od 15.439 hiljada YUD.

*Nematerijalni i ostali troškovi.* Ovu kategoriju čine raznorodni troškovi, između ostalih i troškovi registracije preparata sem kojih ostali ne zahtevaju detaljan analitički tretman. Troškovi registracije preparata su projektovani u skladu sa Planom registracije veterinarskih preparata i preparata za biljnu zaštitu, dostavljenih od strane stručnih službi Preduzeća, kao i informacijama o cenama registracije preparata. U prvoj godini projekcije, nematerijalni troškovi iznose 45.929 hiljada YUD, odnosno 7,2% ukupnih prihoda, a u poslednjoj godini 47.331 hiljada YUD ili 6,1% ukupnih prihoda.

*Ukupni poslovni rashodi* iznose 515.729 hiljada YUD u prvoj godini projekcije i dostižu nivo od 618.413 hiljada YUD u petoj godini. Njihova struktura, dinamika i relativno učešće u poslovnim prihodima prikazano je u Prilogu 2, Tabela 3.

*Porez na dobit.* Zasnovan je na zakonskoj poreskoj stopi od 14%, prilagođenoj za olakšice po osnovu gubitka ostvarenog u prethodnom periodu i poresku olakšicu za investiciona ulaganja. Prema srpskoj zakonskoj regulativi, Preduzeće može umanjiti svoju obavezu za porez na dobit do 50% na osnovu investicionih ulaganja ostvarenih u toku godine. Smanjenje poreza na dobit je zasnovano na 20% iznosa investicionih ulaganja u toku godine, do 50% obaveze za porez na dobit za taj period. Neiskorišćen deo olakšice za ostvarena investiciona ulaganja se može prenositi sledećih 10 godina. Osim toga, srpska zakonska regulativa omogućava prenos olakšica usled gubitaka 10 godina unapred, koje se mogu koristiti kumulativno do punog iznosa u sledećih 10 godina. Obračun projektovanog nivoa poreza na dobit je prikazan u Prilogu 2, Tabela 11.

Kako pokazuje projekcija **bilansa uspeha** (u Prilogu 2, Tabela 5), Subjekt d.o.o, Grad ostvarivaće pozitivne poslovne rezultate na svim nivoima u svim projektovanim godinama.

Sastavni deo projekcije novčanog toka su **ulaganja u osnovna i obrtna sredstva**. Obim zamenskih investicija je planiran u skladu sa projektovanim porastom proizvodnje, uzimajući u obzir postojeći nivo kapaciteta i pogonske spremnosti. Nove investicije nisu planirane u periodu od narednih pet godina. Zamenske investicije su projektovane kao procenat amortizacije s tim da je u poslednjoj godini obračunato reinvestiranje celokupne amortizacije, sa ciljem normalizacije i stabilizovanja novčanog toka, kao preduslova za utvrđivanje rezidualne vrednosti. (Prilog 2, Tabela 6)



Obračun **potrebnih trajnih obrtnih sredstava (TOS)** prikazan je u Prilogu 2, Tabela 7. Poređenjem sa nivoom obrtne aktive i pasive, zatečenim u *bilansu stanja* na dan procene (Prilog 1, Tabele 1 i 2), uz respektovanje projektovanih koeficijenata obrta, očigledno je da su prilivi iz tekućeg poslovanja od druge godine projekcije dovoljni za finansiranje potrebnih dodatnih investicija u obrtna sredstva.

### 8.1.3. Diskontna stopa

Obračun diskontne stope prikazan je u Prilogu 2, Tabela 8. Kada se koristi novčani tok pre servisiranja dugova, adekvatna diskontna stopa je prosečna ponderisana cena kapitala (PPCK). Imajući u vidu da su novčani tokovi projektovani u realnom izrazu, diskontna stopa takodje mora isključiti efekte inflacije.

Realnu cenu sopstvenog kapitala izračunali smo pomoću Capital Asset Pricing modela (CAPM). Ovaj model izračunava zahtevanu stopu prinosa za određeno ulaganje na osnovu sledećih komponenti: stope prinosa bez rizika, bete, tržišne premije rizika, rizika poslovanja u zemlji i specifičnih rizika vezanih za preduzeće. Cilj modela je određivanje zahtevane stope prinosa za ulaganja sa različitim nivoima rizika putem upoređivanja sa prosečnom referentnom tačkom (benchmark). Pri tome, rizik je podeljen na sistematsku i nesistematsku komponentu. Nesistematski rizik se može diversifikovati u slučaju da je ulaganje deo balansiranog, diversifikovanog portfolia. Sistematski rizik, s druge strane, prati fluktuacije prihoda i ne može se diversifikovati velikim i diversifikovanim portfoliom. Premisa modela je da određuje zahtevanu stopu prinosa za ulaganje u okviru diversifikovanog portfolia, tj. određuje samo sistematski rizik. Osnovna formulacija CAPM modela je sledeća:

$$Re = Rf + b \times (Rm - Rf) + \text{Premija 1} + \text{Premija 2} + \text{Premija 3}$$

Gde je:

Re	= Zahtevana stopa prinosa
Rf	= Stopa prinosa bez rizika
b	= Beta faktor
Rm	= Tržišna premija rizika
Rm-Rf	= Premija rizika na sopstveni kapital
Premija 1	= Premija za veličinu preduzeća
Premija 2	= Specifični rizik preduzeća
Premija 3	= Rizik poslovanja u zemlji

- **Stopa bez rizika:** Za utvrđivanje stope bez rizika korišćena je prosečna kamatna stopa na državne obveznice EU (Izvor: Eurostat i Deutsche Bank (DB) istraživanja, juni 2003). Stopa bez rizika je zajednička za sva preduzeća u okviru jedne privrede i predstavlja stopu povraćaja na nerizična ulaganja, kao što su, u razvijenim zemljama, državne obveznice. Pošto u Srbiji i Crnoj Gori ne postoji ovakav vid ulaganja, korišćen je prosek za zemlje koje su prihvatile EUR, koji iznosi 2,92 % (Prilog 2, Tabela 8-2).
- **Premija rizika na sopstveni kapital:** Premija je zasnovana na statističkim podacima Procenjivač-a i *Damodaran database*, po kojima je dugoročna premija rizika sopstvenog kapitala 5% za period od 1962. do 2002. godine. U našem Izveštaju koristili smo premiju za rizik kapitala od 5%.

- *Beta*: Beta je zasnovana na statističkim podacima iz Damodaran baze podataka vezanim za proizvođače veterinarskih preparata u Evropi. Modifikovanu Betu izračunali smo na osnovu ciljne strukture kapitala i efektivne poreske stope Preduzeća (Prilog 2, Tabela 11). Modifikovana Beta iznosi 0,86.
- *Specifični rizik preduzeća*: U određivanju specifičnog rizika preduzeća uzeli smo u obzir specifične elemente vezane za Preduzeće: veličinu subjekta, kvalitet rukovodstva i organizacije, proizvodno – prodajni potencijal, finansijski položaj itd. Specifični rizik Preduzeća iznosi 4,2%. Obračun specifičnog rizika Preduzeća prikazan je u Prilogu 2, Tabela 8-1.
- *Rizik ulaganja u mala preduzeća*: Investiranje u mala preduzeća, dodatno uvećava rizik. Na osnovu podataka sadržanih u publikaciji Ibbotson & Associates-a, premija za nisku tržišnu kapitalizaciju konkurentne grupe malih preduzeća čije akcije se kotiraju na NYSE/AMEX/NASDAQ za 2002. godinu iznosi 5,67%. Navedena premija se odnosi na preduzeća sa tržišnom kapitalizacijom od \$0.501 miliona do \$141.459 miliona (Prilog 2, Tabela 8-3).
- *Rizik zemlje ulaganja*: Rizik poslovanja u zemlji, prema sugestiji Agencije za privatizaciju, iznosi 7,50%.
- *Cena sopstvenog kapitala*: Na bazi prethodne analize, realna cena sopstvenog kapitala Preduzeća iznosi 24,59%.
- *Cena duga*: Cena duga obračunata je na osnovu informacije o nominalnoj kamatnoj stopi koju preduzeća iz oblasti veterine postižu kod kreditora. Ova nominalna kamatna stopa preračunata je u realni izraz korišćenjem medijane indeksa cena na malo u zemljama koje su prihvatile EUR za 2002. godinu. Realna stopa iznosi 9%. Primenom efektivne poreske stope od 13,54%, dobija se konačna cena duga od 7,78%.

*Prosečna ponderisana cena kapitala ("PPCK")*: Da bismo diskontovali novčane tokove pre servisiranja dugova, moramo uzeti u obzir i strukturu investiranog kapitala Preduzeća. U opštem slučaju, vlasnik Preduzeća želeće da zadrži strukturu kapitala koja generiše najviše prinose i istovremeno ne izaziva finansijske probleme (tj. prezaduženost). Kao aproksimaciju optimalne strukture kapitala, koristili smo strukturu kapitala dobijenu kao medijana uporedivih kompanija iz regiona Jugoistočne Evrope (Grčka, Bugarska itd), koja iznosi 69,3% za sopstveni i 30,7% za pozajmljeni kapital.

Na osnovu prethodne analize, diskontna stopa, odnosno prosečna ponderisana cena kapitala za procenu vrednosti kapitala iznosi 19,43% ili 19,4% zaokruženo (Prilog 2, Tabela 8). U analizi osetljivosti koristili smo raspon od 19,0% do 20,0%.

#### **8.1.4. Diskont za neutrživost**

Da bismo obuhvatili neutrživu prirodu ulaganja u Preduzeće, tj. činjenicu da se ono ne kotira na nisko-likvidnoj berzi (Beogradska berza), primenili smo diskont za nedostatak utrživosti akcija. Ovaj diskont definisan je kao "iznos ili procenat oduzet od vlasničkog uloga kako bi se reflektovao nedostatak utrživosti". Drugim rečima, predstavlja stepen likvidnosti vlasničkog uloga pri kojem vlasnik može prodati svoj ulog i pretvoriti ga u



gotovinu. U skladu sa tim, vlasnički ulog u preduzećima koja se ne kotiraju na berzi ili se kotiraju na nisko-likvidnim berzama, nije jednako lako prodati kao u preduzećima čije se akcije kotiraju na likvidnim berzama, usled čega je potrebno uračunati nivo nelikvidnosti proistekle iz nemogućnosti vlasnika da brzo proda akcije. Prosečan diskont za neutrživost na osnovu 10 nezavisnih studija iznosi 32,90%, a teorijski gledano u rasponu od 25% - 40%. Na osnovu analize pojedinih faktora utrživosti primenili smo tržišni diskont od 30% (Prilog 2, Tabela 9).

#### **8.1.5. Zaključak o proceni vrednosti kapitala**

Na osnovu finansijskih projekcija opisanih u prethodnim poglavljima, izračunali smo realni novčani tok pre servisiranja obaveza (Prilog 2, Tabela 10). U formiranju projekcije novčanog toka generisanog investiranim kapitalom pošli smo od dobiti pre kamata i poreza (EBIT), oduzeli efektivne poreze na dobit, dodali amortizaciju, oduzeli investicije u osnovna sredstva i uzeli u obzir promene u potrebnom nivou trajnih obrtnih sredstava.

Da bismo odredili sadašnju vrednost novčanog toka tokom perioda diskretne projekcije, diskontovali smo realni novčani tok koristeći realnu prosečnu ponderisanu cenu kapitala. Za određivanje rezidualne vrednosti Preduzeća koristili smo Gordonov model, uz pretpostavku izjednačavanja investicija u rezidualnom periodu sa amortizacijom. Pretpostavili smo, takođe, da će novčani tok u rezidualnom periodu rasti po prosečnoj stopi od 1%. U primeni Gordonovog modela podelili smo projektovani novčani tok pre servisiranja dugova sa stopom kapitalizacije od 18,4%, koja je dobijena oduzimanjem projektovane dugoročne stope rasta od 1% od realne PPCK od 19,4%. Nakon toga, rezidualna vrednost je diskontovana na nivo od 30. septembra 2003. godine.

U sledećem koraku sabrali smo sadašnju vrednost diskretnog i rezidualnog novčanog toka. Na dan 30. septembar 2003. godine, Preduzeće je imalo kamatonosne obaveze u iznosu od 1.932 hiljada YUD, koje smo oduzeli od vrednosti sopstvenog kapitala. Zatim smo primenili diskont za neutrživost od 30% kako bismo dobili vrednost kapitala na neutrživoj osnovi.

Na osnovu prinostnog pristupa - metoda diskontovanog novčanog toka, procenjena vrednost kapitala Subjekt d.o.o, Grad, na osnovu većinskog neutrživog učešća, na dan 30. septembar 2003. godine iznosi (zaokruženo):

**442.700.000 YUD**

**(četiri stotine četrdeset dva miliona sedam stotina hiljada dinara)**

odnosno, primenom srednjeg obračunskog kursa Narodne banke Srbije na dan 30.09. 2003. od 1 EUR = 65.9556 dinara:

**6.712.000 EUR**

**(šest miliona sedam stotina dvanaest hiljada EUR)**

## 8.2. Metod neto imovine

### 8.2.1. Korekcije računovodstvenih izveštaja na dan procene vrednosti kapitala

Preduzeće vodi računovodstvene evidencije i sastavlja računovodstvene izveštaje u skladu sa Zakonom o računovodstvu i reviziji ("Službeni list SRJ" br. 71/2002) i ostalim pratećim zakonskim propisima Republike Srbije kojima je uređeno računovodstvo i računovodstveno izveštavanje.

Pre primene izabranih metoda procene vrednosti kapitala uobičajeno je da se izvrši korekcija računovodstvenih izveštaja tako da odražavaju realno stanje imovine, obaveza i kapitala Preduzeća u skladu sa Zakonom o računovodstvu i reviziji. Najčešće korekcije se sastoje od indentifikacije vanposlovnih sredstava i njihovih izvora, korekcije vrednosti zaliha i osnovnih sredstava za indentifikovane viškove ili manjkove, indentifikacija i realno iskazivanje potraživanja i obaveza sa povezanim pravnim licima, korekcije za efekte vanrednih i neposlovnih prihoda i rashoda, itd. Na osnovu informacija dobijenih od posloводства Preduzeća kao i uvidom u bilansa stanja na dan procene 30. septembra 2003. godine i bilansa uspeha za period januar-septembar 2003. godine izvršili smo sledeće korekcije:

- Preduzeće u skladu sa članom 21. Pravilnika o računovodstvu vrši ispravku finansijskih plasmana i potraživanja koja su dospela, a nisu naplaćena u visini od 100% iskazanih potraživanja. Na dan 30.09.2003. godine Preduzeće je iskazalo dugoročna rezervisanja za paušalno odmereno pokriće dubioznih potraživanja u iznosu od YUD 213.143. Iskazani iznosi dugoročnih rezervisanja za paušalno odmereno pokriće dubioznih potraživanja i rashodi otpisa obrtnih sredstava osim učinaka su utvrđeni na osnovu opisane računovodstvene politike. Uvidom u računovodstvene evidencije utvrdili smo da je ovako ustrojena politika otpisa finansijskih plasmana i potraživanja suviše restriktivna i za posledicu ima više iskazana rezervisanja za paušalno odmereno pokriće dubioznih potraživanja. Zbog navedenog efekta primene ove računovodstvene politike izvršili smo storniranje izvršenih rezervisanja za paušalno odmereno pokriće dubioznih potraživanja u iznosu od YUD 213.143 hiljade.
- Uvidom u računovodstvene evidencije utvrdili smo da na stanju 30.09.2003. godine postoje kupci sa potražnim saldovom u iznosu od YUD 2.081 hiljada. Na osnovu informacija posloводства Preduzeća utvrdili smo da kupci sa potražnim saldovom predstavljaju pretplate kupaca te je izvršeno njihovo prenošenje na obaveze za primljene avanse.
- Uvidom u računovodstvene evidencije i na osnovu informacija posloводства Preduzeća utvrđeno je da nenaplativi finansijski plasmani i potraživanja na dan 30.09.2003. godine iznose YUD 21.082 hiljada te je za taj iznos izvršena korekcija potraživanja od kupaca.
- Na osnovu informacija dobijenih od posloводства Preduzeća, kao i uvidom u računovodstvene evidencije Preduzeća, utvrđeno je da deo obaveza prema dobavljačima

po osnovu lizinga vozila u iznosu od YUD 1.932 hiljade dospeva u periodu preko jedne godine od dana bilnsa stanja te smo te obaveze reklasifikovali kao dugoročne obaveze.

- Uvidom u računovodstvene evidencije utvrdili smo da na stanju 30.09.2003. godine postoje dobavljača sa dugovnim saldovom u iznosu od YUD 6.792 hiljada. Na osnovu informacija posloводства Preduzeća utvrdili smo da dobavljači sa dugovnim saldovom predstavljaju pretplate dobavljačima te je izvršeno njihovo prenošenje na potraživanja za date avanse.
- Na dan bilansa stanja iskazana su osnovna sredstva u pripremi u iznosu od YUD 1.457 hiljada. Uvidom u računovodstvene evidencije i na osnovu informacija posloводства Preduzeća utvrđeno je da iskazana osnovna sredstva u pripremi čine opremu aktiviranu pre dana bilansa stanja te je izvršena njihova reklasifikacija i ona su iskazana kao oprema.
- Uvidom u računovodstvene evidencije Preduzeća utvrdili smo da je višak revalorizacionih prihoda nad revalorizacionim rashodima za period januar-septembar 2003. godine u iznosu od YUD 1.947 hiljada iskazan kao revalorizacione rezerve. U skladu sa Zakonom o računovodstvu i reviziji višak revalorizacionih prihoda nad revalorizacionim rashodima je reklasifikovan kao dugoročna rezervisanja za odložene revalorizacione dobitke.
- Potraživanja od kupaca - povezanih pravnih lica, u iznosu od YUD 16.738 hiljada, su utvrđena na osnovu transfernih cena koje su u skladu sa važećim tržišnim cenama te nije bilo potrebe da se vrše bilo kakve korekcije na ovim pozicijama.
- Obaveze prema dobavljačima - povezanim pravnim licima, u iznosu od YUD 207.726 hiljada, su utvrđene na osnovu transfernih cena koje su u skladu sa važećim tržišnim cenama te nije bilo potrebe da se vrše bilo kakve korekcije na ovim pozicijama.
- Preduzeće nema vanposlovnih sredstava niti izvora vanposlovnih sredstava.

### **8.2.2. Zemljište**

Prvi korak u primeni troškovnog pristupa je procena vrednosti zemljišta.

Zemljište koje "Subjekt" d.o.o., Grad, koristi nalazi se na području katastarske opštine Bački Petrovac ukupne površine 4.493 m<sup>2</sup>. Celokupno zemljište je u društvenoj svojini sa uknjiženim pravom korišćenja od strane "Subjekt" d.o.o., Grad.

Pregled ukupnog zemljišnog fonda koje koristi Preduzeće i njegova procenjena vrednost na dan 30.09.2003. godine prikazan je u narednoj tabeli:

u 000 din

Red. broj	Katastarska opština	Broj parcele	Oznaka zemljišta	Površina (m <sup>2</sup> )	Procenjena vrednost
1.	Lokacija	6903/6	Njiva	1.158	261
2.	Lokacija	6902/7	Njiva	170	38
3.	Lokacija	6906/6	Parking	3.165	712
<b>UKUPNO</b>				<b>4.493</b>	<b>1.011</b>

Detalniji podaci su prikazani u Prilogu 3.1 (Katastarska opština, broj parcele, posednik, katastarska klasa, površina). Na dan 30.09.2003. godine Preduzeće nije iskazalo knjigovodstvenu vrednost zemljišta budući da je ono evidentirano zajedno sa građevinskim objektima.

Društvena svojina predstavlja specifičnu kategoriju vlasništva odnosno nevlasništva, koja pravnom licu omogućuje da koristi konkretno zemljište dokle god to pravno lice postoji, ali bez prava prodaje odnosno davanja u zakup drugim pravnim ili fizičkim licima. Korisnik zemljišta u društvenoj svojini plaća naknadu kao cenu za korišćenje zemljišta nadležnoj opštinskoj upravi javnih prihoda.

Imajući u vidu netržišni karakter zemljišta u društvenoj svojini, procena vrednosti zemljišta koje koristi "Subjekt" d.o.o., Grad, izvršena je u skladu sa zakonskim propisima (Službeni glasnik Republike Srbije Br. 44/1995) i određenih odluka kojima se utvrđuje vlasništvo i način korišćenja raspoloživog zemljišta, cena njegovog korišćenja kao i sve aktivnosti vezane za uređenje lokacije i izgradnju.

U tom smislu, opština na kojoj je locirano zemljište donosi nezavisnu odluku kojom se reguliše i propisuje cena korišćenja opštinskog zemljišta specifične namene.

S obzirom na to što je celokupno zemljište koje "Subjekt" d.o.o., Grad koristi u društvenoj svojini vlasnička prava Preduzeća su ograničena i svode se na pravo korišćenja. U tom smislu, ostala prava nad konkretnim zemljištem (pravo prodaje, izdavanja, korišćenja kao grupe prava koja se može koncentrisati u jednom ili više lica) su zakonski regulisana (lokalnim i državnim zakonima).

U skladu sa važećim zakonskim propisima, u postupku procene je utvrđena vrednost zemljišta u društvenoj svojini, na bazi primene cene kao 1% od vrednosti m<sup>2</sup> stambene površine na ovom području. Na ovaj način procenjena je vrednost zemljišta na teritoriji opštine Bački Petrovac u iznosu od YUD 225 po m<sup>2</sup>.

Na taj način, procenjena vrednost zemljišta na dan 30.09.2003. godine iznosi YUD 1,011 hiljada.

### 8.2.3. Građevinski objekti

Na dan procene u strukturi nabavne vrednosti osnovnih sredstava 89,6% čine građevinski objekti, koji su 32,4% otpisani. Knjigovodstvena sadašnja vrednost građevinskih objekata, na dan 30.09.2003. godine iznosi 111.417 hiljada dinara.

*Osnovu za primenu odgovarajuće metodologije za procenu vrednosti građevinskih objekata predstavlja posebno pripremljena baza podataka, koju ekspert formira na osnovu prikupljenih informacija, raspoložive dokumentacije, izvršenih analiza, pregleda objekata, razgovora sa stručnim licima. Metodologija procene koja se primenjuje za svaku određenu imovinu mora odražavati razmišljanje najverovatnijeg kupca.*

Postoje tri opšte poznata pristupa koji se koriste kod utvrđivanja vrednosti građevinskih objekata: princip uloženi sredstava, podaci sa tržišta i prihodni princip. Vrsta i starost imovine, s jedne strane i obim i kvalitet dostupnih podataka s druge, utiču na primenjivost svakog pristupa u svakoj pojedinačnoj situaciji. Osnovni princip za sva tri pristupa je princip supstitucije koji podrazumeva da bi oprezni kupac imao tri alternativna izbora: - da kupi slobodno zemljište i izgradi sličnu nekretninu (princip uloženi sredstava); - da nabavi sličnu imovinu koja će mu obezbediti sličnu korisnost (pristup poređenja izvršenih prodaja na tržištu) ili da nabavi imovinu koja će mu obezbediti podjednak prihod uporedivog kvaliteta, iznosa i trajnosti (prihodni princip).

Pri *proceni vrednosti građevinskih objekata* "Subjekt" d.o.o., Grad, ekspertski tim je koristio princip uloženi sredstava za sve objekte procenjujući tekuće troškove za izgradnju nekretnina uz odbitak amortizacije.

Procena građevinskih objekata je izvršena na osnovu raspoloživih podataka i dokumentacije dostavljene od strane Preduzeća a koja uključuje:

- Listu građevinskih objekata;
- Godinu izgradnje i rekonstrukcije;
- Projektne dokumentaciju za svaki pogon, uključujući objekat i infrastrukturu;
- Građevinski i ugradni materijal korišćen u izgradnji konkretnog objekta: infrastrukture, instalacija i lokacijskih poboljšanja.

Analiza je izvršena kroz sledeće korake:

1. Tim procenjivača izvršio je tehnički pregled svih objekata kao i pregled projektne dokumentacije. Kvalitet nekretnina utvrđuje se na osnovu ekonomskog veka, efektivnog veka, procenjene efektivne starosti, kao i održavanja i rekonstrukcije posmatranih nekretnina, na sledeći način:

- Ekonomski vek utvrđuje se prema preporukama "Marshall Valuation Service" i lokalnim pravilima, koja se odnose na lokaciju i vrstu objekta.

- Kalendarska starost izračunava se kao period od dana izgradnje do dana procene, 30.09.2003.
- Procenjena efektivna starost predstavlja kalendarsku starost korigovanu naviše ili naniže u zavisnosti od stanja objekta, kvaliteta održavanja i rekonstrukcija, gde održavanje podrazumeva neophodna dodatna ulaganja radi normalnog funkcionisanja, u toku očekivanog ekonomskog veka trajanja, a rekonstrukcija se detaljno analizira i uključuje u procenu kroz povećanje ekonomskog veka trajanja ili smanjenje efektivne starosti.

Građevinski objekti su prikazani u tabelarnom pregledu i tehničkim opisima (Prilozi 3.2.1. i 3.2.2), uzimajući u obzir njihove najznačajnije karakteristike: površinu (m<sup>2</sup>), spratnost, godinu aktiviranja, vrstu gradnje, namenu, infrastrukturu, značajnije izvršene adaptacije i rekonstrukcije i sl.

2. Troškovi zamene po jedinici utvrđeni su u odnosu na građevinske trendere (ponude) za slične objekte u 2003. godini, korigovano statističkim podacima o cenama osnovnog građevinskog materijala u 2003. godini (cement, šljunak, betonsko gvožđe, čelični profili, lim, vodovodne i kanalizacione instalacije). Ovi podaci publikuju se od strane Zavoda za statistiku Srbije i Crne Gore.

Cena po jedinici uključuje cenu materijala, radne snage, mašina, administrativne troškove, neto profit građevinske firme, troškove tehničke dokumentacije i porez.

3. Vrednost novog objekta, tj. troškovi zamene predstavljaju umnožak troškova zamene po jedinici i veličine objekta, u odgovarajućim jedinicama mere (m<sup>2</sup>, m<sup>3</sup>, dužni metar, kg).

4. Od ovako dobijene vrednosti oduzima se realna amortizacija, tj. smanjenje vrednosti po svim osnovama.

5. Fizičko smanjenje vrednosti (fizički otpis) nastaje usled upotrebe objekta, propadanja, stajanja, pukotina, patine ili strukturnih defekata objekta. Procenat fizičkog smanjenja vrednosti izračunava se deljenjem efektivne starosti sa ekonomskim vekom trajanja objekta. Funkcionalno smanjenje vrednosti (funkcionalno zastarevanje ili funkcionalni otpis), prema priručniku "The Appraisal of Real Estate"<sup>1</sup>, predstavlja posledicu defekata u konstrukciji. Ono je najčešće rezultat slabosti, neadekvatnosti ili zastarelosti materijala ili konstrukcije građevine. Funkcionalno smanjenje vrednosti građevinskih objekata odnosi se i na faktore kao što su proizvodna neefikasnost i uvećanje poslovnih rashoda, koji dovode do toga da su građevinski objekti manje produktivni ili doprinose povećanju troškova poslovanja. Procenat funkcionalnog smanjenja, dakle, predstavlja dodatno umanjenje vrednosti novog objekta za sve uočene nedostatke u izgradnji ili korišćenju objekta. Eksterno smanjenje vrednosti (eksterni otpis) reflektuje umanjenje vrednosti nekretnina

---

<sup>1</sup> "Appraisal of Real Estate", Appraisal Institute, Chicago, Illinois, Tenth Edition 1992.

izazvano eksternim faktorima kao što su promene u ponudi i tražnji, izmene pravne regulative i drugi spoljni faktori, uključujući uslove poslovanja u industrijskoj grani i neposrednom privrednom okruženju. Procenat eksternog smanjenja odražava uticaj eksternih faktora na vrednost novog objekta.

6. Procenat fizičkog otpisa izračunat je deljenjem efektivne starosti sa ekonomskim vekom trajanja objekta, a vrednost fizičkog otpisa množenjem procenta sa vrednošću novog objekta.

S obzirom na dobro stanje i održavanje objekata, kao i na njihovu efikasnu upotrebu, procenjivački tim je konstatovao da funkcionalni i eksterni otpis u konkretnom slučaju nisu primenljivi.

7. Procenjena sadašnja vrednost objekta predstavlja razliku između utvrđene vrednosti novog objekta i ukupnog iznosa fizičkog, funkcionalnog i eksternog otpisa.

Nakon umanjenja procenjene vrednosti nove gradnje za primenjene oblike otpisa dobijena je procenjena vrednost građevinskih objekata "Subjekt" d.o.o., Grad, na dan 30.09.2003. godine u iznosu od YUD 79.102 hiljada. Na taj način je knjigovodstvena sadašnja vrednost je umanjena za YUD 32.315 hiljada.

Rekapitulacija procenjene vrednosti građevinskih objekata na dan 30.09.2003.godine

u 000 din

Redni br.	Građevinski objekti po pogonima	Procenjena nabavna vrednost	Iznos realnog otpisa	Procenjena sadašnja vrednost
1.	Fabrička hala	63.302	5.697	57.605
2.	Portirnica	764	221	542
3.	Nadstrešnica (Magacin)	704	338	366
4.	Energetski blok i radionice	5.011	1.453	3.558
5.	Trafostanica	1.197	347	850
6.	Magacin gotovih proizvoda	8.020	321	7.699
7.	Parking	10.602	2.121	8.482
<b>UKUPNO</b>		<b>89.600</b>	<b>10.498</b>	<b>79.102</b>

Građevinski objekti su opterećeni hipotekom 1. reda u korist xx banke u iznosu EUR 17.952 hiljade.



U Prilogu 3.2.1 dat je detaljni tehnički opis procenjenih objekata, dok su u Prilogu 3.2.2. prikazane pojedinačne procenjene vrednosti građevinskih objekata u dinarima. Fotografije značajnijih građevinskih objekata Preduzeća prikazane su u Prilogu 3.2.3.

#### **8.2.4. Oprema**

U nabavnoj vrednosti osnovnih sredstava 9,6% čini oprema koja je 80,7% otpisana. Njena knjigovodstvena sadašnja vrednost, na dan 30.09.2003. godine iznosi YUD 3.416 hiljada dinara.

Svrha procene je da se utvrdi preostala upotrebna vrednost, odnosno sadašnja procenjena vrednost opreme "Subjekt" d.o.o., Grad. Sadašnja procenjena vrednost opreme je razumna cena po kojoj imovina može promeniti vlasnika, uz saglasnost obe strane da se razmena obavi. Stvarna cena plaćena u transakciji imovine se može razlikovati od procenjene sadašnje vrednosti pod dejstvom faktora kao što su pregovaračke sposobnosti strana, vrste transakcije (npr. finansijske strukture) i drugih faktora vezanih za konkretnu transakciju.

Oprema je procenjena na osnovu tržišnog i troškovnog pristupa. Za opremu koja se može proceniti na bazi ostvarenih kupoprodajnih transakcija uporedivih imovinskih predmeta na tržištu, korišćen je tržišni pristup. Troškovni pristup je korišćen za one delove opreme, za koje ne postoje odgovarajući tržišni podaci. U tom slučaju, vrednost opreme je utvrđena na bazi troškova zamene, odnosno proizvodnje ili nabavke nove opreme istih ili sličnih karakteristika umanjena za iznos realne amortizovanosti.

U cilju utvrđivanja vrednosti troškova zamene (vrednost nove opreme) korišćeni su (1) revalorizovani odnosno indeksirani originalni troškovi nabavke ili (2) tekući podaci o troškovima, istorijski troškovi nedavnih nabavki ili podaci dobijeni od proizvođača i dobavljača.

Vrednost nove opreme, pored tržišne nabavne cene obuhvata i troškove transporta, instaliranja i inženjeringa. Procenjena sadašnja vrednost predstavlja razliku između utvrđene vrednosti nove opreme i realnog stepena amortizovanosti. Za obračun realne amortizacije (otpisanosti) primenjena su dva metoda.

Prvi metod podrazumeva utvrđivanje sadašnje procenjene vrednosti odnosno preostale upotrebne vrednosti opreme na bazi istraživanja i analize podataka sa sekundarnog tržišta korišćene opreme istih ili sličnih karakteristika. Razlika između utvrđene vrednosti troškova zamene korišćenom opremom i vrednosti nove opreme predstavlja iznos amortizovanosti odnosne opreme.

U slučajevima gde nije bilo moguće pribaviti potrebne podatke sa tržišta, stepen stvarne otpisanosti je određen na bazi odnosa efektivno proteklog vremena trajanja i procenjenog ekonomskog veka upotrebe (fizička amortizacija). Procenjena sadašnja vrednost opreme nakon fizičkog otpisa se utvrđuje umanjivanjem procenjene vrednosti nove opreme za iznos utvrđene fizičke amortizovanosti. Posebno su razmotrene funkcionalne karakteristike



postojeće opreme, odstupanja u odnosu na standarde savremene tehnologije istih namena, analizirani defekti u materijalu i dizajnu, kao i stvarni stepen održavanja, iskorišćenosti kapaciteta i nivo proizvodne efikasnosti (funkcionalna amortizacija). Na taj način je utvrđen stepen odnosno iznos funkcionalnog otpisa opreme koji je oduzet od procenjene vrednosti opreme nakon umanjenja za fizički iznos amortizacije. Dodatni element umanjenja vrednosti nove opreme, obuhvata i procenjeni nivo ekonomskog otpisa koji odražava uticaj eksternih faktora na smanjenje vrednosti sredstava (promene u ponudi i tražnji, uslovi poslovanja u grani i neposrednom privrednom okruženju, izmene pravne regulative i sl).

U cilju upotpunjenja ove analize izvršena je analiza tržišta nedavnih nabavki i cena za uporedive jedinice opreme. Poređenjem rezultata dobijenih ovim istraživanjem sa rezultatima dobijenim iz ocene amortizovanosti dobija se vrednost koja bi trebala da reflektuje tržišne uslove na dan procene.

Opremu "Subjekt" d.o.o., Grad, čini proizvodna oprema, oprema za podršku proizvodnji, kancelarijska oprema i nameštaj i ostala oprema (garderobni ormani, stolovi, stolice i ostali inventar). U postupku procene pregledana je postojeća tehnička i druga dokumentacija i izvršen uvid u tehničko stanje i stepen amortizovanosti opreme.

Primenom propisane metodologije, procenjena vrednost ukupne opreme "Subjekt" d.o.o., Grad, na dan 30.09.2003. godine iznosi YUD 27.240 hiljada. Na taj način, knjigovodstvena sadašnja vrednost opreme "Subjekt" d.o.o., Grad, uvećana je za YUD 22.367 hiljada.

Rekapitulacija procenjene vrednosti opreme po lokacijama na dan 30.09.2003.godine

u 000 din

Redni broj	Lokacija	Procenjena nabavna vrednost	Procenjena ispravka vrednosti	Procenjena sadašnja vrednost
1.	Odeljenje 1	1.374	420	954
2.	Odeljenje 2	3.449	2.291	1.158
3.	Oprema na lokaciji B	800	200	600
4.	Kotlarnica - sistem za hlađenje	2.579	1.966	613
5.	Kotlarnica - sistem za grejanje	1.158	306	852
6.	Kompresorska stanica	1.506	1.280	226
7.	Podstanica – toplovodne instalacije	180	140	41
8.	Podstanica – hladnovodne instalacije	123	31	92
9.	Elektrokomandni orman	144	45	99
10.	Postrojenje za ventilaciju	10.998	2.207	8.791
11.	Priprema preparata	6.128	1.467	4.661
12.	Elektro blok	60	20	40
13.	Prostor za punjenje i pakovanje	6.888	1.533	5.355
14.	Laboratorija	581	164	417
15.	Priručni magacin	931	635	295
16.	Garderoba	405	143	263

Redni broj	Lokacija	Procenjena nabavna vrednost	Procenjena ispravka vrednosti	Procenjena sadašnja vrednost
17.	Trpezarija	332	152	180
18.	Kancelarija rukovodioca proizvodnje	146	49	97
19.	Kancelarija	284	107	176
20.	Kancelarija stručnog saradnika	96	32	64
21.	Čajna kuhinja	56	37	19
22.	Kancelarija administrativnog radnika	234	133	101
23.	Kancelarija upravnika	156	54	102
24.	Sala za sastanke	264	88	176
25.	Portirnica	501	165	337
26.	Radionica	30	6	24
27.	Magacin – pomoćna prostorija	120	24	96
28.	Oprema stavljena u upotrebu 2003	1.457	44	1.413
<b>UKUPNO</b>		<b>40.977</b>	<b>13.737</b>	<b>27.240</b>

U Prilogu 3.3 (Tabele 1–28) ovog Izveštaja dat je pregled pojedinačnih procenjenih vrednosti svih vrsta opreme, izrađen od strane ekspertskeg tima Procenjivača.

#### **8.2.5. Ostala osnovna sredstva**

Knjigovodstvena vrednost pozicije Ostala osnovna sredstva na dan 30.09.2003. godine iznosi YUD 35 hiljada. Knjigovodstvenu vrednost Ostalih osnovnih sredstva sačinjavale su knjige u biblioteci. Uvidom u knjigovodstvene evidencije kao i fizičkim pregledom opreme utvrđeno je postojanje dela likovne umetnosti koja su u knjigovodstvu Preduzeća evidentirana kao oprema. U postupku procene zadržana je knjigovodstvena vrednost biblioteke dok su dela likovne umetnosti pojedinačno procenjena i reklasifikovana sa opreme na Ostala osnovna sredstva. Procenjena vrednost Ostalih osnovnih sredstava Preduzeća, na dan 30.09.2003. godine iznosi YUD 71 hiljadu (Prilog 3.4).

#### **8.2.6. Osnovna sredstva u pripremi**

Prema bilansu stanja na dan 30.09.2003. godine, knjigovodstvena sadašnja vrednost ove pozicije iznosi YUD 1.457 hiljada. Na osnovu informacija dobijenih od rukovodstva Preduzeća utvrdili smo da, iako to nije evidentirano u poslovnim knjigama Preduzeća, sva osnovna sredstva u pripremi sačinjava oprema koja je stavljena u upotrebu pre 30.09.2003. godine. Budući da su osnovna sredstva u pripremi stavljena u upotrebu izvršili smo reklasifikaciju ovih osnovnih sredstava sa osnovnih sredstava u pripremi na opremu i ona su procenjena zajedno sa ostalom opremom.

### 8.2.7. Nematerijalna ulaganja

Nematerijalna ulaganja iskazana na bilansu stanja Preduzeća na dan 30.09.2003. godine čine ugovori o dugoročnom lizingu putničkih vozila. Knjigovodstvena vrednost nematerijalnih ulaganja na dan 30.09.2003. godine iznosi YUD 3.011 hiljada. Budući da su ugovori o dugoročnom lizingu u poslovnim knjigama Preduzeća evidentirani u skladu sa Zakonom o računovodstvu i reviziji to je u postupku procene knjigovodstvena vrednost zadržana je kao realna.

### 8.2.8. Zalihe

U poslovnim knjigama "Subjekt" d.o.o., Grad zalihe materijala su iskazane po prosečnim nabavnim cenama, zalihe nedovršene proizvodnje i gotovih proizvoda po ceni koštanja, odnosno po neto prodajnoj ceni, u zavisnosti koja je niža, dok su zalihe robe iskazane po neto prodajnim cenama. Budući da se Zalihe evidentiraju u skladu sa Zakonom o računovodstvu i reviziji i da na datum procene nije utvrđeno postojanje nekurentnih zaliha, viškova ili manjkova prilikom procene vrednosti Zaliha njihova knjigovodstvena vrednost na dan 30.09.2003. godine u iznosu od YUD 138.973 hiljada zadržana je kao realna. Struktura zaliha data je u sledećoj tabeli:

u 000 din

Opis	Vrednost	Učešće (%)
Materijal	20.338	14,63
Nedovršena proizvodnja	288	0,21
Gotovi proizvodi	111.644	80,34
Roba	6.703	4,82
<b>UKUPNO</b>	<b>138.973</b>	<b>100,00</b>

### 8.2.9. Dati avansi

Na dan 30.09.2003. godine Preduzeće nije iskazalo stanje na poziciji potraživanja za Date avanse. U postupku procene ova pozicija je korigovana za YUD 6.797 hiljada, što predstavlja iznos koji je reklasifikovan sa pozicije Dobavljača kao dugovni saldo. Nakon ove korekcije procenjena vrednost datih avansa na dan 30.09.2003. godine iznosi YUD 6.797 hiljada.

### 8.2.10. Kupci povezana pravna lica

Kupci – povezana pravna lica su na dan 30.09.2003. godine iskazani u iznosu od YUD 16.738 hiljada. Na osnovu informacija dobijenih od poslovođstva Preduzeća utvrđeno je da su potraživanja od Kupaca - povezanih pravnih lica iskazana na osnovu transfernih cena koje su u skladu sa važećim tržišnim cenama pa stoga procenom nisu vršene bilo kakve korekcije iskazane vrednosti Kupaca – povezanih pravnih lica.

**8.2.11. Kupci**

Na datum procene 30.09.2003. godine potraživanja od Kupaca su iskazana u iznosi od YUD 256.826 hiljada. Uvidom u računovodstvene evidencije i na osnovu informacija posloводства potraživanja od kupaca u iznosu od YUD 21.082 hiljade su ocenjena kao nenaplativa i stoga je procenom izvršena ispravka vrednosti Kupaca u tom iznosu. U postupku procene vrednosti Kupaca utvrđeno je postojanje pretplata kupaca u iznosu od YUD 2.081 hiljadu koje su prenesene na obaveze za Primljne avanse. Uzimajući u obzir navedene korekcije procenjena vrednost potraživanja od Kupaca na dan 30.09.2003. godine iznosi YUD 237.825 hiljada.

**8.2.12. Druga kratkoročna potraživanja**

Druga kratkoročna potraživanja su na dan procene u poslovnim knjigama Preduzeća iskazana u iznosu od YUD 391 hiljadu. U postupku procene, njihova knjigovodstvena vrednost zadržana je kao realna.

**8.2.13. Kratkoročni finansijski plasmani**

Preduzeće je u svojim poslovnim knjigama na dan 30.09.2003. godine iskazalo YUD 17.000 hiljada potraživanja po osnovu menica koje su primljene kao instrumenti obezbeđenja naplate potraživanja. U postupku procene, njihova knjigovodstvena vrednost zadržana je kao realna.

**8.2.14. Gotovina**

Knjigovodstvena vrednost gotovine na dan procene 30.09.2003. godine iznosi YUD 4.271 hiljadu dinara, od čega se na žiro račun odnosi YUD 4.224 hiljade a na dinarsku blagajnu YUD 47 hiljada. U postupku procene, knjigovodstvena vrednost gotovine zadržana je kao realna.

**8.2.15. Dugoročna rezervisanja**

Uvidom u računovodstvene evidencije Preduzeća utvrđeno je da je višak revalorizacionih prihoda nad revalorizacionim rashodima za period januar-septembar 2003. godine u iznosu od YUD 1.947 hiljada iskazan u poslovnim knjigama Preduzeća kao revalorizacione rezerve. U skladu sa Zakonom o računovodstvu i reviziji višak revalorizacionih prihoda nad revalorizacionim rashodima je reklasifikovan kao dugoročna rezervisanja za odložene revalorizacione dobitke.

**8.2.16. Dugoročne obaveze**

Na dan procene 30.09.2003. godine Preduzeće nije iskazalo postojanje Dugoročnih obaveza. Na osnovu uvida u računovodstvene evidencije Preduzeća, utvrđeno je da deo obaveza prema dobavljačima po osnovu lizinga vozila u iznosu od YUD 1.932 hiljade dospeva u periodu preko jedne godine od dana bilansa stanja te je ovaj deo obaveza reklasifikovan kao

Ostale dugoročne obaveze. Nakon ove korekcije procenjena vrednost Dugoročnih obaveza na dan 30.09.2003. godine iznosi YUD 1.932 hiljade.

### 8.2.17. Primljeni avansi

Na dan 30.09.2003. godine Preduzeće nije iskazalo stanje na poziciji obaveza za Primljene avanse. U postupku procene ova pozicija je korigovana za YUD 2.081 hiljadu, što predstavlja iznos koji je reklasifikovan sa pozicije Kupaca kao potražni saldo na datum procene. Nakon ove korekcije procenjena vrednost Primljenih avansa na dan 30.09.2003. godine iznosi YUD 2.081 hiljadu.

### 8.2.18. Dobavljači - povezana pravna lica

U poslovnim knjigama Preduzeća Dobavljači – povezana pravna lica su na dan 30.09.2003. godine iskazani u iznosu od YUD 207.726 hiljada. Na osnovu informacija dobijenih od posloводства Preduzeća utvrđeno je da su obaveze prema Dobavljačima - povezanim pravnim licima iskazane na osnovu transfernih cena koje su u skladu sa važećim tržišnim cenama pa stoga procenom nisu vršene bilo kakve korekcije vrednosti Dobavljača – povezanih pravnih lica. Struktura obaveza prema Dobavljačima – povezanim pravnim licima data je u sledećoj tabeli:

	u 000 din
	Vrednost
Dobavljači - povezana pravna lica u zemlji	202.706
Dobavljači – povezana pravna lica u inostranstvu	5.020
<b>UKUPNO</b>	<b>207.726</b>

### 8.2.19. Dobavljači

Na datum procene 30.09.2003. godine obaveze prema Dobavljačima su iskazane u poslovnim knjigama Preduzeća u iznosu od YUD 5.699 hiljada. U postupku procene utvrđeno je postojanje pretplata dobavljačima u iznosu od YUD 6.797 hiljada za koje su korigovana potraživanja za Date avanse. Na osnovu uvida u računovodstvene evidencije Preduzeća, utvrđeno je da deo obaveza prema dobavljačima po osnovu lizinga vozila u iznosu od YUD 1.932 hiljade dospeva u periodu preko jedne godine od dana bilnsa stanja te je ovaj deo obaveza reklasifikovan kao Ostale dugoročne obaveze. Uzimajući u obzir navedene korekcije procenjena vrednost potraživanja od Kupaca na dan 30.09.2003. godine iznosi YUD 10.564 hiljada. Struktura obaveza prema Dobavljačima data je u sledećoj tabeli:

	u 000 din
	Vrednost
Dobavljači u zemlji za fakturisane proizvode i usluge	7.102
Dobavljači u zemlji za ne fakturisane proizvode i usluge	982
Dobavljači u inostranstvu za fakturisane proizvode i usluge	2.480
<b>UKUPNO</b>	<b>10.564</b>

### 8.2.20. Obaveze za učešće u dobitku

Na dan procene 30.09.2003. godine Preduzeće je iskazalo Obaveze za učešće u dobitku prema osnivaču u iznosu od YUD 618 hiljada. U postupku procene, knjigovodstvena vrednost Obaveza za učešće u dobitku zadržana je kao realna.

### 8.2.21. Ostale kratkoročne obaveze

Preduzeće je na dan 30.09.2003. godine iskazalo Ostale kratkoročne obaveze u iznosu od YUD 1.576 hiljada. U postupku procene knjigovodstvena vrednost Ostalih kratkoročnih obaveza zadržana je kao realna.

### 8.2.22. PVR

Knjigovodstvena vrednost pasivnih vremenskih razgraničenja na dan procene 30.09.2003. godine iznosi YUD 13 hiljada dinara i nije bila predmet promene u postupku procene.

### 8.2.23. Vrednost kapitala

Knjigovodstvena vrednost ukupnog kapitala, na dan 30.09.2003. godine, iznosi YUD 124.761 hiljadu, od čega se na osnovni kapital odnosi YUD 61.245 hiljada, obavezne rezerve YUD 2.578 hiljada, revalorizacione rezerve YUD 65.541 hiljadu i akumulirani gubitak YUD 4.603 hiljade.

Nakon izvršene procene vrednosti po metodi neto imovine, fer tržišna vrednost ukupnog (100%) kapitala na dan 30.09.2003. godine iznosi YUD 305.974 hiljade dinara, a dobijena je na sledeći način:

	<u>u 000 din</u>
Procenjena vrednost poslovne aktive	532.431
Procenjena vrednost dugoročnih rezervisanja	(1.947)
Procenjena vrednost dugoročnih obaveza	(1.932)
Procenjena vrednost kratkoročnih obaveza	(222.578)
<b>Procenjena vrednost ukupnog kapitala</b>	<b>305.974</b>

Finalna procenjena vrednost ukupnog kapitala "Subjekt" d.o.o., Grad, na dan 30.06.2003. godine, primenom metoda neto imovine iznosi (zaokruženo):

**306.000.000 YUD**

**(tri stotine i šest miliona dinara)**

odnosno, primenom srednjeg obračunskog kursa Narodne banke Srbije na dan 30.09.2003. godine od 1 EUR = 65,9556 dinara (zaokruženo):

**4.639.000 EUR**

**(četiri miliona šest stotina trideset i devet hiljada evra)**

Na osnovu procenjenih vrednosti svih kategorija sredstava i izvora, sastavljen je bilans stanja "Subjekt" d.o.o., Grad, na dan 30.09.2003. godine po metodu neto imovine, koji je prikazan u Prilogu 3.6.

## 9. Rezime i zaključak

Na osnovu izabranih metoda procene, usvojenih pretpostavki i drugih faktora, fer tržišna vrednost 100% kapitala Subjekt d.o.o, Grad, na dan 30. septembar 2003. godine nalazi se u sledećem rasponu (zaokruženo):

od  
**306.000.000 YUD (Troškovni metod)**  
do  
**442.700.000 YUD (Prinosni metod)**

odnosno, primenom srednjeg obračunskog kursa Narodne banke Srbije na dan 30.09. 2003. od 1 EUR = 65.9556 dinara:

od  
**4.639.000 EUR (Troškovni metod)**  
do  
**6.712.000 EUR (Prinosni metod)**

U skladu sa izabranim metodama procene i na osnovu načinjenih pretpostavki i drugih faktora, koristeći ponderaciju 60:40 u korist prinosnog metoda, smatramo da fer tržišna vrednost 100% kapitala Subjekt d.o.o, Grad, na dan 30. septembar 2003. godine iznosi (zaokruženo):

**389.140.000 YUD**  
**(tri stotine osamdeset devet miliona sto četrdeset hiljada dinara)**

odnosno, primenom srednjeg obračunskog kursa Narodne banke Srbije na dan 30.09. 2003. od 1 EUR = 65.9556 dinara:

**5.900.000 EUR**  
**(pet miliona devet stotina hiljada eura)**

Naša analiza izvršena je u saglasnosti sa opšteprihvaćenim standardima procene. U skladu sa tim, naše konsultantske usluge uključivale su one procedure koje se smatraju neophodnim u datim okolnostima. Pored toga, mi smo nezavisni u odnosu na Preduzeće i nemamo nikavih sadašnjih ni budućih finansijskih interesa po pitanju procenjivane imovine. Naknada za pružene konsultantske usluge nije ni na koji način u vezi sa nalazima naše analize.

Za potrebe ovog angažmana, dostavljeni su nam finansijski i drugi podaci "Subjekt" d.o.o, Grad. Računovodstveni izveštaji sastavljeni na dan procene nisu bili predmet revizije. Podaci su uključivali kako istorijske informacije, tako i buduće projekcije. Ove informacije smo koristili pod pretpostavkom da pravilno prezentiraju rezultate poslovanja i finansijsku poziciju Preduzeća. Preuzete podatke od Preduzeća nismo podvrgli reviziji u toku aktivnosti procene. Stoga ne izražavamo mišljenje niti na bilo koji drugi način pružamo uveravanje u pogledu njihove tačnosti i pravilnosti prikazivanja.

Ovaj izveštaj nije namenjen daljoj distribuciji ili publikovanju i ne sme se koristiti, čak ni u skraćenoj formi, za bilo koje svrhe sem navedenih, bez saznanja i pisanog odobrenja Procenjivač. Takođe, kao proizvođač ovog izveštaja, Procenjivač ne preuzima bilo kakvu vrstu obaveze ili odgovornosti za gubitke "Subjekt" ili drugih lica kao rezultat ponašanja suprotnog odredbama ovog paragrafa.

Priloženi iskaz o Uslovima i odredbama, Izjave procenjivača, Izjava o verodostojnosti prezentiranih podataka, Profesionalne kvalifikacije procenjivača i Prilozi predstavljaju sastavni deo ovog Izveštaja o proceni.

S poštovanjem,

Procenjivač



**10. Profesionalne kvalifikacije procenjivača**

**11. Izjava o verodostojnosti prezentiranih informacija**

**12. Izjava procenjivača**

**13. Uslovi i odredbe**