

UNIVERZITET SINGIDUNUM
DEPARTMAN ZA POSLEDIPLOMSKE STUDIJE
STUDIJSKI PROGRAM: POSLOVNA EKONOMIJA



MASTER RAD
PROCENA VREDNOSTI PREDUZEĆA
„TELEKOM SRBIJA“ A.D.

Mentor:
Prof. dr Nemanja Stanišić

Student:
Saša Stamenković
401761 / 2013

Beograd, 2015. godine

SADRŽAJ

1	UVOD.....	1
1.1	Problem istraživanja	2
1.2	Predmet istraživanja	2
1.3	Cilj, značaj i doprinos istraživanja	3
1.4	Istraživačke hipoteze.....	3
1.5	Metode istraživanja.....	4
1.6	Ograničenja u istraživanju	5
1.7	Struktura rada.....	6
2	STRATEGIJSKA ANALIZA Telekoma Srbija a.d.	7
2.1	O preduzeću „Telekom Srbija“ a.d.	7
2.2	Istorijat promene vlasništva Telekoma Srbija a.d.	8
2.3	PEST analiza.....	10
2.3.1	Politička analiza.....	10
2.3.2	Ekonomska analiza	10
2.3.3	Analiza društvenih prilika (sociološka analiza)	11
2.3.4	Tehnološka analiza	12
2.4	SWOT analiza.....	13
2.4.1	Snage (Strengths).....	14
2.4.2	Slabosti (Weaknesses)	14
2.4.3	Mogućnosti/Šanse (Opportunities)	14
2.4.4	Opasnosti (Threats).....	15
2.5	Analiza Porterovih pet kompetitivnih uticaja	15
2.6	Rezime strategijske analize	18
3	FINANSIJSKA ANALIZA Telekoma Srbija a.d.	19
3.1	Metode finansijske analize.....	19
3.2	Grafička struktura finansijskih izveštaja Telekoma Srbija.....	21
3.3	Horizontalna analiza	22
3.4	Vertikalna analiza	24
3.5	Komparativna vertikalna analiza	25
3.6	Finansijski pokazatelji (racio analiza).....	26
3.6.1	Pokazatelji likvidnosti	28
3.6.2	Pokazatelji neto novčanih tokova	30
3.6.3	Pokazatelji poslovne aktivnosti	31
3.6.4	Pokazatelji finansijske strukture	32
3.6.5	Pokazatelji rentabilnosti (profitabilnosti)	35
3.6.6	Pokazatelji tržišne vrednosti preduzeća	36
3.6.7	DuPont analiza.....	36

3.6.8	Komparativna DuPont analiza	38
3.7	Rezime finansijske analize.....	39
4	ANALIZA FINANSIJSKE STABILNOSTI Telekoma Srbija a.d.	40
4.1	Altmanov Z-skor model.....	40
4.2	Kralicekov DF pokazatelj.....	42
4.3	Kralicekov QuickTest	44
4.4	BEX model	45
4.5	Analiza kvaliteta finansijskih izveštaja	47
4.6	Beneish-ov M-skor.....	48
4.7	Piotroski F-skor fraud analiza	50
4.8	Rezime analize finansijske stabilnosti	51
5	OSNOVI PROCENE VREDNOSTI PREDUZEĆA	52
5.1	Definisanje pojma procene vrednosti preduzeća.....	52
5.2	Principi i vrste procene vrednosti	53
5.3	Razlozi za procenu vrednosti preduzeća	54
5.4	Procedura prilikom procene vrednosti.....	55
5.5	Pristupi u proceni vrednosti	56
5.6	Metoda diskontovanog novčanog toka	57
5.7	Izračunavanje vrednosti preduzeća.....	60
5.8	Specifičnosti procene vrednosti telekomunikacionog operatora.....	61
6	PROCENA VREDNOSTI Telekoma Srbija a.d.	63
6.1	Procena metodom diskontovanih novčanih tokova.....	63
6.1.1	Izračunavanje diskontne stope WACC	63
6.1.2	Pretpostavke za projekciju DNT.....	66
6.1.3	Procena vrednosti Telekoma metodom DNT	67
6.1.4	Analiza osetljivosti	68
6.2	Procena metodom multiplikatora uporedivih preduzeća	69
6.3	Procena pomoću linearne regresije i multiplikatora.....	72
6.4	Procena metodom analize prethodnih relevantnih transakcija	73
6.5	Procena pomoću tržišnih multiplikatora Beogradske berze	74
6.6	Analiza rezultata istraživanja	75
6.7	Procena vrednosti Telekom Srbija Grupe	77
7	ZAKLJUČAK	78
8	LITERATURA	80
9	PRILOZI	83

1 UVOD

Procena vrednosti nekog preduzeća je kompleksan i često nimalo jednostavan zadatak. Da bismo napravili dobru procenu neophodno je znati razlog procene. Ne radi se procena vrednosti preduzeća samo u slučaju prodaje, kako se uglavnom misli. Zatim je potrebno prikupiti što relevantnije podatke i informacije o preduzeću, što često zavisi od dobre volje menadžmenta. Od ova dva pomenuta uslova (razlog, informacije) zavisi izbor metode za procenu, jer nije svaka metoda primenjiva za svaku kompaniju, niti za bilo koju svrhu procene. Svaka procena obuhvata detaljnu i strategijsku i finansijsku analizu preduzeća.

Bolja procena se može napraviti za preduzeća koja posluju na razvijenim tržištima, a razlog je raspoloživost i dostupnost podataka. Redovni godišnji finansijski izveštaji preduzeća imaju veliki informacijski potencijal i značaj. Analiza finansijskih izveštaja je jedan od segmenata poslovne analize koju sprovodimo radi upoznavanja sa ekonomskom i finansijskom snagom preduzeća i perspektivama njegovog razvoja. Osim razumevanja poslovanja preduzeća, analiza finansijskih izveštaja se kao nezaobilazan alat može koristiti i u procesu donošenja kvalitetnih poslovnih odluka, ne samo unutar preduzeća nego i na finansijskim tržištima. Analiza finansijskih izveštaja je obavezan alat u procesu procene vrednosti preduzeća.

Poslednjih desetak godina (od 2005. do danas), sektor telekomunikacija beleži nezabeležen i neslućen rast i razvoj zahvaljujući tehnološkim inovacijama i razvoju, pre svega, mobilnih komunikacija i Interneta. Upravo zbog toga ovaj sektor je jedan od kapitalno najintenzivnijih privrednih sektora. Stalna potreba za novim ulaganjima i unapređenjem mreže i usluga i veoma konkurentno tržište stvaraju stalnu presiju i telekomunikacionim operatorima i korisnicima telekomunikacionih usluga. Cene telekomunikacionih usluga usled povećane konkurencije konstantno padaju i operatorima je sve teže da povećaju prihode od usluga. Da bi ostvarili profit i dali smisao ogromnim ulaganjima, primorani su, dakle, da smanjuju troškove poslovanja, pre svega održavanja mreže. Poslovanje u tržišnim uslovima sa narastajućom konkurencijom primorava preduzeća na stalnu i detaljnu analizu uslova i rezultata poslovanja radi eventualnog korigovanja uočenih slabosti i neželjenih finansijskih tokova, prevazilaženja teškoća i korišćenja povoljnih poslovnih prilika. Sa druge strane, ostvarenje određenih ušteda i stvaranje prostora za sinergijski efekat, ostvarivo je uglavnom kupovinom ili integracijom sa drugim telekom-operatorima na sopstvenom ili na tržištu neke druge države (proces Merger&Acquisition). Pre eventualne kupovine mora se obaviti procena uslova poslovanja i zarađivačke moći preduzeća - predmeta kupovine.

Redovni godišnji finansijski izveštaji preduzeća imaju veliki informacijski potencijal i značaj. Analiza finansijskih izveštaja je jedan od segmenata poslovne analize koju sprovodimo radi upoznavanja sa ekonomskom i finansijskom snagom preduzeća i perspektivama njegovog razvoja, a svakako i u procesu procene vrednosti. Osim razumevanja poslovanja preduzeća, analiza finansijskih izveštaja se kao nezaobilazan alat može koristiti i u procesu donošenja kvalitetnih poslovnih odluka, ne samo unutar preduzeća nego i na finansijskim tržištima.

U tom smislu, finansijski izveštaji i njihova analiza su nezaobilazni u procesu procene vrednosti preduzeća. Finansijska analiza omogućava analizu prethodnih rezultata i aktivnosti i predviđanje budućih. Sam proces procene može se obaviti pomoću složenijih ili jednostavnijih metoda, ali sve te metode zahtevaju poznavanje finansijskih parametara koji proističu iz finansijskih izveštaja preduzeća. Bez obzira na nepobitnu korisnost finansijskih izveštaja za njihove korisnike, postoje i bitni elementi funkcionisanja preduzeća koji se iz tih izveštaja ne mogu identifikovati, a koji su veoma bitni (ponekad i presudni) za procenu vrednosti preduzeća. To su npr.: kvalitet menadžmenta preduzeća, kvalitet i motivisanost zaposlenih, kvalitet proizvoda odnosno usluga, potražnja za proizvodima odnosno uslugama preduzeća, starost potraživanja i njihova naplativost, veličina baze kupaca, strateški planovi preduzeća, poslovni aranžmani sa drugim preduzećima itd. Na osnovu prikupljanja i sagledavanja prethodno pomenutih podataka i podataka objavljenih u finansijskim izveštajima moguće je steći realniju i potpuniju sliku o validnosti aktuelnih rezultata poslovanja i perspektivama preduzeća i na taj način stvorili uslove za kvalitetniju i precizniju procenu njegove vrednosti.

1.1 Problem istraživanja

Problem kojim ćemo se baviti u našem istraživanju jeste – koliko vredi kompanija, u našem slučaju Telekom Srbija a.d., najveći srpski telekomunikacioni operator koji je trenutno u većinskom državnom vlasništvu. Sastavni deo našeg problema istraživanja su metode za procenu vrednosti preduzeća i njihova konkretna primena, analiza finansijskih izveštaja preduzeća Telekom Srbija a.d. u proteklih pet godina i analiza njegovog poslovanja, strategijskog i finansijskog položaja na osnovu dobijenih rezultata.

1.2 Predmet istraživanja

Predmet istraživanja u ovom radu je poslovanje preduzeće Telekom Srbija a.d. Beograd, njegovi javno objavljeni godišnji finansijski izveštaji, efikasnost upravljanja preduzećem i njegov ekonomsko-finansijski položaj. Da eventualno ne bi došlo do zabune, bavićemo se matičnim preduzećem i njegovim poslovanjem u Srbiji, dakle predmet analize nije Telekoma Srbija Grupa (konsolidovani finansijski izveštaji), već matično preduzeće Telekom Srbija a.d. koje posluje na teritoriji Republike Srbije! Naše istraživanje obuhvatiće finansijske izveštaje Telekoma Srbija u periodu od 2009-2014. godine, a na osnovu njih horizontalnu i vertikalnu analizu bilansa stanja i bilansa uspeha i analizu finansijskih pokazatelja (racio analizu). Radi što potpunijeg sagledavanja poslovanja Telekoma Srbija, obavićemo i procenu njegovog finansijskog zdravlja, procenu kvaliteta finansijskih izveštaja, u određenim segmentima upoređivanje sa sličnim preduzećima u sektoru telekomunikacija i na kraju i samu procenu vrednosti preduzeća posredstvom odabranih metoda.

1.3 Cilj, značaj i doprinos istraživanja

Cilj istraživanja je procena vrednosti preduzeća Telekom Srbija a.d.. Posredan cilj nam je da, na osnovu podataka u finansijskim izveštajima Telekoma Srbija, dobijemo upotrebljive informacije o poslovanju preduzeća; da ukažemo na važnost, korisnost i mogućnosti finansijske analize pomoću finansijskih pokazatelja; da utvrdimo uticaj privrednog okruženja na poslovanje preduzeća; da uporedimo poslovanje i rezultate Telekoma Srbija tokom prethodnih godina; da utvrdimo kvalitet finansijskih izveštaja, poslovnu i finansijsku snagu Telekoma; da uporedimo poslovanje i poslovnu politiku Telekoma sa odabranim konkurentima iz branše.

Jedan od ciljeva ovog rada je i da pokaže da se procene vrednosti ne moraju vršiti samo od strane ovlašćenih procenjivača, nego taj posao, u određenu svrhu, može obaviti i menadžment preduzeća (tj. neko od stručnjaka iz preduzeća za račun menadžmenta). Ovo naročito važi kada se obavlja procena u svrhu ocene uspešnosti menadžmenta i/ili ocene rezultata poslovanja, kao i ocene načina sprovođenja strategije – da li preduzeće ide pravim putem i dobrim tempom? Ovaj rad se može, uz određena ograničenja, upotrebiti i u tu svrhu u datom trenutku.

Činjenica da većinski vlasnik preduzeća koje je predmet naše analize namerava da u bliskoj budućnosti proda svoj paket akcija naglašava značaj i aktuelnost istraživanja. U tom smislu analiza poslovanja preduzeća u prethodnim godinama i sagledavanje potencijala za njegov budući razvoj svakako su dobrodošli svim zainteresovanim stranama u procesu privatizacije, naročito akcionarima i menadžmentu preduzeća. Rezultati našeg istraživanja mogu poslužiti i ekonomskim analitičarima, potencijalnim investitorima, poslovnim partnerima Telekoma, učesnicima na srpskom tržištu telekomunikacija, široj javnosti – svima koji donose neke ekonomske odluke u vezi poslovanja Telekoma i/ili određene zaključke vezane za preduzeće.

1.4 Istraživačke hipoteze

Osnovni zadatak našeg istraživačkog rada je da odgovori na pitanje:

Kolika je vrednost preduzeća Telekom Srbija a.d. na dan 31.12.2014. godine?

U sklopu odgovora na glavno istraživačko pitanje, definišaćemo i nekoliko pomoćnih hipoteza koje ćemo u istraživanju pokušati da potvrdimo ili odbacimo:

H1: Finansijska analiza redovnih godišnjih finansijskih izveštaja pokazuje da je Telekom Srbija a.d. finansijski stabilno preduzeće.

Pod finansijski stabilnim preduzećem podrazumevamo preduzeće koje je likvidno, solventno i profitabilno.

H2: Profitabilno poslovanje i redovna kapitalna ulaganja pozitivno utiču na povećanje ukupne imovine i kapitala Telekoma Srbija.

H3: Finansijski izveštaji Telekoma Srbija a.d. se mogu smatrati pouzdanim za njihove korisnike, jer ne postoji osnovana sumnja da u njima postoje finansijske manipulacije.

H4: Telekom Srbija a.d. ima potrebe i prostora za unapređenje finansijskog poslovanja.

H5: Analiza odabranih finansijskih pokazatelja i finansijskog zdravlja Telekoma Srbija ukazuje na perspektivno i održivo poslovanje.

Argumenti koji potvrđuju ili negiraju validnost postavljenih hipoteza biće opisani tokom istraživačkog procesa u ovom radu i posebno naglašeni u zaključnom poglavlju istraživanja.

1.5 Metode istraživanja

U cilju dokazivanja ili opovrgavanja postavljenih hipoteza i adekvatnog tretmana problema istraživanja sprovedi smo teorijsko-empirijsko i statističko istraživanje. U skladu sa kompleksnošću našeg istraživanja korišćene su sledeće istraživačke metode¹:

- Metoda analize – za raščlanjivanje složenih pojmova, sudova i zaključaka na njihove sastavne delove i razmatranje svakog pojedinačnog dela posebno i u odnosu na druge delove;
- Metoda sinteze – za sastavljanje jednostavnih misli u složenije i spajanje elemenata i pojedinačnih zaključaka u celinu;
- Metoda dokazivanja – u svrhu uveravanja u istinitost tvrdnji, uz adekvatnu argumentaciju, podatke i činjenice;
- Metode indukcije i dedukcije – za zaključivanje od posebnog ka opštem odnosno od opšteg ka posebnom (npr. prilikom određivanja uticaja finansijskih pokazatelja na finansijski položaj analiziranog preduzeća, odnosno u analizi faktora koji utiču na tržišni položaj preduzeća);
- Metoda deskripcije – za opisna objašnjenja rezultata istraživanja, stanja, situacije i procesa u preduzeću.
- Statističko-matematičke metode – za izračunavanje finansijskih pokazatelja, njihovu obradu i tabelarno i grafičko prikazivanje dobijenih rezultata radi lakšeg, vizuelnog sagledavanja procesa; tokom procesa procene vrednosti preduzeća, između ostalog i primenom metode linearne regresije.
- Komparativna metoda – za upoređivanje podataka, rezultata, činjenica, pojava, događaja i procesa, uz utvrđivanje njihovih sličnosti i razlika.

¹ Miljević M., Metodologija naučnog rada, skripta, 2007., Filozofski fakultet Pale, str. 30

Empirijski deo istraživanja baziran je na prikupljanju i analizi podataka iz finansijskih izveštaja, uz konsultovanje ekonomske i računovodstvene literature (udžbenici, knjige, stručni i naučni radovi) i podataka dostupnih na Internetu. Pored nabrojanih i u radu dominantnih istraživačkih metoda, radi logičkog i objektivnog izvođenja zaključaka u pojedinim delovima rada korišćene su i istorijska metoda, dijalektička metoda, metoda kompilacije, konkretizacije, klasifikacije i generalizacije. Primenom navedenih metoda, uz kritičko sagledavanje činjenica i okolnosti, trudili smo se da u radu uspešno ostvarimo osnovna načela metodologije naučnog istraživanja – objektivnost, pouzdanost, opštost i sistematičnost.

Metod indukcije korišćen je prilikom određivanja uticaja finansijskih pokazatelja na finansijski položaj analiziranog preduzeća, kao i tokom primene metoda za procenu vrednosti preduzeća. Metod dedukcije korišćen u analizi faktora koji utiču na tržišni položaj preduzeća. Metode analize i sinteze su korišćene radi dokazivanja značaja i uticaja pojedinih pokazatelja na finansijski položaj preduzeća, kao i u postupku procene vrednosti. Metoda deskripcije korišćena je za opisivanje pojava i rezultata, bez naučnog tumačenja. Analiza poslovanja preduzeća kroz izračunavanje neophodnih podataka sprovedena je pomoću statističke metode. Od matematičkih metoda, koristili smo metod linearne regresije za određivanje vrednosti preduzeća. Metoda komparacije korišćena je za poređenje rezultata poslovanja tokom godina unutar preduzeća, sa konkurentima, a i u primeni metoda procene.

1.6 Ograničenja u istraživanju

Finansijski pokazatelji pomažu u razumevanju finansijske pozicije preduzeća, ali nisu jedino merilo i dokaz uspešnog poslovanja. Drugim rečima, treba imati u vidu da analiza finansijskih pokazatelja ne daje sveobuhvatnu sliku celokupnog poslovanja preduzeća. U suštini, finansijski pokazatelji pomažu da se postave određena pitanja, ali ne daju u potpunosti odgovore na ta pitanja. Sa druge strane, validnost svih donetih zaključaka zavisi od raspoloživih podataka na osnovu kojih su zaključci doneti, a pre svega od verodostojnosti, tačnosti i potpunosti finansijskih izveštaja iako znamo da se oni izrađuju po MRS standardima i da su podvrgnuti reviziji.

Takođe, postoje i ograničenja prilikom procene vrednosti, a koja se ogledaju u predikcijama i pretpostavkama budućeg poslovanja, u eventualno neadekvatnim poređenjima telekom-operatora (ne postoje dva ista, niti posluju u istom okruženju i pod istim uslovima). Stoga su i procene vrednosti preduzeća onoliko kvalitetne, koliko su i pretpostavke tačne.

1.7 Struktura rada

Rad se sastoji od 7 poglavlja, a sadrži i popis literature i priloge.

U prvom poglavlju definisani su predmet i problem istraživanja, istraživačke hipoteze, ciljevi i značaj istraživanja i njegova ograničenja. Uz to, navedene su i objašnjene osnovne istraživačke metode koje su korišćene u sprovedenom istraživačkom postupku.

Drugo poglavlje obuhvata strategijsku analizu preduzeća Telekom Srbija a.d. Beograd. U cilju određivanja trenutnog položaja preduzeća na tržištu i njegove perspektive urađene su PEST i SWOT analiza i analiza Porterovih 5 konkurentskih sila. Identifikovani su ključni faktori koji utiču i mogu uticati na poslovanje preduzeća – predmeta analize.

Finansijska analiza Telekoma Srbija izvršena je u trećem delu rada. Obuhvata horizontalnu i vertikalnu analizu, kao i analizu pomoću finansijskih pokazatelja (tzv. racio analizu). Obavljena je i DuPont analiza u odnosu na slična preduzeća.

U četvrtom poglavlju obavili smo analizu Altman-ovog Z-skora za proveru boniteta preduzeća i analize poslovne izvrsnosti i finansijske stabilnosti Telekoma pomoću Kralicekovog i BEX modela. Izvršena je i analiza kvaliteta finansijskih izveštaja Telekoma Srbija a.d.. Korišćene su Sloan-ova metoda, Beneish-ova metoda i metoda Piotroskog.

U petom delu rada analizirani su osnovni teorijski aspekti i principi procene vrednosti preduzeća. Objašnjeni su osnovni pojmovi vezani za procenu vrednosti preduzeća, njeni razlozi i svrha, objašnjena je metodologija procene, sa posebnim osvrtom na procenu vrednosti telekomunikacione kompanije.

Procena vrednosti preduzeća Telekom Srbija a.d. obavljena je u šestom poglavlju. Za procenu su korišćene metode diskontovanja novčanih tokova, metoda multiplikatora na više načina i metoda prethodnih relevantnih transakcija. Radi kompletnosti rada, data je i procena Telekom Srbija Grupe primenom jednostavnijih metoda procene, pomoću multiplikatora matičnog preduzeća.

U poslednjem, sedmom poglavlju predstavljen je zaključak našeg istraživanja, izvršena diskusija dobijenih rezultata i analiza postavljenih hipoteza. Na kraju rada nalazi se spisak korišćene literature i ukupno 8 priloga na koje se pozivamo u tekstu.

2 STRATEGIJSKA ANALIZA Telekoma Srbija a.d.

Strategijska analiza je prvi korak u proceni vrednosti preduzeća i uglavnom sprovodi u situacijama kada se žele odnosno pripremaju promene u organizaciji. Ona je veoma važna za razumevanje okruženja u kome preduzeće posluje i egzistira i za analizu svih makro i mikro ekonomskih faktora koji utiču na samo preduzeće i oblast njegove delatnosti. Kvalitetna analiza strateškog položaja preduzeća omogućava bolje predviđanje budućeg poslovanja. Postoje mnogobrojne metode i tehnike za sprovođenje strategijske analize², među kojima se kao najvažnije ističu i one koje ćemo koristiti u ovom radu: PEST analiza, SWOT analiza i analiza Porterovih pet kompetitivnih sila.

2.1 O preduzeću „Telekom Srbija“ a.d.

Preduzeće za telekomunikacije „Telekom Srbija“ a.d., sa sedištem u Beogradu (matični broj 17162543) je predmet našeg istraživanja. Obavlja delatnost elektronskih komunikacija što obuhvata izgradnju, instalaciju, održavanje, eksploataciju i izdavanje na korišćenje javnih telekomunikacionih mreža i opreme, kao i pružanje usluga iz domena elektronskih komunikacija. Svoju delatnost preduzeće obavlja u skladu sa važećim Zakonom o elektronskim komunikacijama Republike Srbije i izdatim dozvolama i licencama od strane državne regulatorne agencije za elektronske komunikacije i poštanske usluge (RATEL).

Preduzeće je osnovano 1997. godine, sa vlasničkom strukturom tri akcionara: PTT Srbija (51%), Telecom Italia/STET (29%) i OTE (20%). Tokom 2003. godine, PTT Srbija je otkupio akcije italijanskog akcionara i postao vlasnik 80% akcija, da bi 2010. godine, ugovorom o poklonu PTT preneo svoje vlasništvo nad akcijama Republici Srbiji. Nakon neuspešnog tendera za prodaju većinskog paketa akcija (51%), početkom 2012. godine od grčkog OTE-a otkupljeno je njegovih 20% akcija, čime je preduzeće „Telekom Srbija“ a.d. dospelo u 100% vlasništvo domaćih subjekata. Potom je obavljena transformacija preduzeća u otvoreno akcionarsko društvo, sa sledećom strukturom vlasništva nad akcijama: Vlada Srbije 58,11%, građani Srbije 14,95%, zaposleni i bivši zaposleni 6,94% i Telekom Srbija 20%. I pored očekivanja i nekoliko najava, akcije Telekoma još uvek nisu dostupne na berzi i njima se ne može trgovati.

Preduzeće poseduje licence za pružanje usluga javne fiksne telekomunikacione mreže, usluga javne bežične fiksne telekomunikacione mreže (FWA/CDMA) i usluga javne mobilne telekomunikacione mreže (GSM/UMTS), a registrovano je i za pružanje usluga pristupa širokopojasnoj mreži (Internet servisi) i pružanje usluga distribucije medijskih sadržaja (IPTV). Sa pružanjem usluga u oblasti mobilne telefonije otpočelo je 1998. godine. Krajem 2006. godine uvodi mobilnu 3G/UMTS tehnologiju i počinje i sa pružanjem usluga

² Rothaermel T. Frank, “Strategic Management”, 2nd edition, McGraw-Hill education, New York, 2015., p. 58-119

širokopojasnog interneta (broadband odnosno ADSL pristup). Trenutno, Telekom Srbija ima vlasničko učešće u 8 zavisnih privrednih društava, i to: 65% u Telekomu Srpske Banjaluka, 51% u MTel-u Podgorica, 100% u Fibernet-u Podgorica, 100% u TS:Net-u Amsterdam, 100% u Telus-u Beograd, 51% u HD-WIN Beograd (TV Arena Sport), 50% u Dimedia Group Ženeva i 56% u Dunav banci Beograd. Sva zavisna preduzeća, osim Telus-a i Dunav banke, bave se pretežno pružanjem telekomunikacionih usluga.

U oblasti fiksne telefonije i interneta Telekom Srbija je apsolutno dominantan telekomunikacioni operator u Srbiji, dok u oblasti mobilnih komunikacija ima veliku konkurenciju renomiranih evropskih operatora, norveškog Telenora i austrijskog VIP-a. Prema izveštajima RATEL-a³, Telekom u fiksnoj ima tržišno učešće od 97 %, u mobilnoj 45% (Telenor 33%, VIP 22%), u domenu širokopojasnog internet pristupa 47%, a u segmentu distribucije TV programa oko 21% (dominantan kabl-TV operator je SBB).

Telekom je u Srbiji, prema podacima iz finansijskog izveštaja, na kraju 2014. godine imao oko 2,6 miliona pretplatnika fiksne telefonije (YoY -5,3%), 314 hiljada IPTV pretplatnika (YoY +29%), 710.000 pretplatnika širokopojasnog (broadband, ADSL/VDSL) pristupa, od čega 592.000 u maloprodaji (YoY +7,6%). U mobilnim komunikacijama, Telekom ima ukupno oko 4,24 miliona mobilnih pretplatnika (YoY +0,8%) i oko 75 hiljada pretplatnika mobilnog interneta (sa USB modemima) . Od toga je 2,24 miliona pripejd (YoY -7,2%) a 2 miliona postpejd pretplatnika (YoY +11,4%). Krajem 2014. godine, Telekom je imao 9015 zaposlenih. Kroz program društvene odgovornosti, preduzeće podržava sport, kulturu, zdravstvo, školstvo, ekologiju, talentovane i uspešne pojedince, čime pokazuje i dodatnu brigu za razvoj zajednice.

2.2 Istorijat promene vlasništva Telekoma Srbija a.d.

Akcionarsko društvo „Telekom Srbija“ osnovano je u junu 1997. godine, nakon odvajanja iz JP PTT saobraćaja „Srbija“. Par meseci nakon toga, prodato je 49% državnog vlasništva Telekoma Srbija i to: 29% kompaniji STET, sa sedištem u Amsterdamu, Holandija, a u vlasništvu Telekoma Italija, i 20% grčkoj kompaniji OTE. Za svojih 29% vlasništva Italijani su platili 893 miliona tadašnjih nemačkih maraka, dok je 20% grčkog dela plaćeno 675 miliona nemačkih maraka. Ukupno je, dakle, za 49% ondašnjeg Telekoma plaćeno 1,568 milijardi maraka, iako se Srbija nalazila pod ekonomskim sankcijama Ujedinjenih nacija. Zanimljivo je da su Italijani akcionarskim ugovorom obezbedili za sebe klauzulu po kojoj im je na ime prenosa *know-how* pripadalo 3% od ukupnog godišnjeg bruto prihoda kompanije. Istovremeno je Vlada Srbije Telekomu garantovala monopol na tržištu do 2004. godine.

Posle izbijanja međunarodne korupcionaške afere povodom ove kupovine, u koju su bili umešani i pojedini visoko pozicionirani političari u Italiji i Velikoj Britaniji, krajem 2002.

³ http://www.ratel.rs/upload/documents/Pregled_trzista/Ratel%20Pregled%20trzista%202014.pdf (datum pristupa 20.12.2014.)

godine italijanski partner je bio „prinuđen“ da proda svojih 29% PTT-u za 195 miliona evra, što je u to vreme bio ekvivalent u vrednosti od oko 400 miliona nemačkih maraka. Italijani su, dakle, prodali svoj deo za više nego duplo manje od cifre kojom su kupili svoj deo?! Da li da verujemo da su u celoj ovoj transakciji ostali gubitnici?

Uz blagoslov Vlade Srbije 2007. godine, Telekom Srbija odlučuje da se proširi u regionu. Na međunarodnom tenderu kupuje 65% akcija Telekoma Srpske i za to plaća 646 miliona evra, čak 179 miliona više od ponude njegovog takmaca na tenderu, Telekoma Austrija. Iste godine, Telekom Srbija za 16 miliona evra kupuje licencu za mobilnog operatora u Crnoj Gori i formira preduzeće MTEL Crna Gora sa vlasničkom strukturom: 51% Telekom Srbija, 49% holandski Ogalar u vlasništvu Miroslava Miškovića. Početkom 2010. godine, Telekom Srpske (MTEL RS) je otkupio Ogalarov udeo u MTEL-u CG, čime Telekom Srbija Grupa postaje *defacto* 100% vlasnik MTEL-a CG.

U oktobru 2010. godine, Vlada Srbije raspisuje međunarodni tender za prodaju 51% vlasništva Telekoma Srbija, uz uslove koji garantuju učešće isključivo respektabilnih svetskih telekomunikacionih giganta. Privatizacioni konsultant (američka City Bank) je procenio vrednost Telekoma na 2,43 milijarde evra, a posle prvog kruga u kome su tendersku dokumentaciju otkupile 4 velike kompanije, odlučeno je na Vladi da minimalna cena za 51% akcija Telekoma ne može biti manja od 1,4 milijarde evra. Nakon te odluke, zvaničnu ponudu uputio je samo jedan kupac, Telekom Austrija. Njegovu prvu ponudu za otkup 51% akcija iz maja 2011. godine u vrednosti od 800 miliona evra u kešu odmah plus 300 miliona evra u devet jednakih godišnjih rata, Vlada Srbije nije prihvatila, kao ni ponovljenu od 950 miliona evra u kešu. Prodaja Telekoma Srbija je proglašena neuspešnom.

Sa okončanjem 2011. godine, Telekom Srbija je otkupio 20% akcija OTE za 380 miliona evra. Procena vrednosti ovih 20% akcija obavljena je na osnovu druge tenderske ponude Telekoma Austrija. Može se reći da je učešće u upravljanju Telekomom Srbija za OTE bio sjajan biznis. U aprilu 2012. godine, izvršena je besplatna podela akcija Telekoma Srbija, tako da danas vlasništvo nad kompanijom imaju: država Srbija 58,11%, Telekom Srbija 20%, građani Srbije 14,95% i zaposleni i bivši zaposleni 6,94%. U trenutku podele besplatnih akcija, procenjena vrednost Telekoma bila je 2,27 milijardi evra ili 2,27 evra po akciji.

I pored višestrukih najava i od strane menadžmenta Telekoma i od strane nadležnih ministarstava, akcije Telekoma se nisu pojavile na berzi. Razlog je bojazan da bi to nepovoljno uticalo na vrednosti kompanije, tj. sumnjalo se da će na berzi biti oborena vrednost akcija Telekoma!? Izgovor je bio: „Kriza je, nije pravo vreme za izlazak na berzu“. Napomenućemo da je Telekom Srbija i kupovinu Telekoma Srpske i 20% akcija OTE finansirao iz eksternih izvora, podizao kredite za isplatu vlasnicima akcija. Dakle, ni deo nije finansiran iz sopstvenih izvora, što nije uobičajena poslovna praksa kod velikih kompanija! Otvoreno je pitanje zašto se tada nije išlo sa emisijom akcija Telekoma na berzi i pokušajem da se tamo nabavi deo sredstava za akvizicije, nego se ulazilo u potpuno zaduživanje radi kupovine?

Za drugu polovinu 2015. godine najavljena je ponovna prodaja Telekoma Srbija, čime ovaj rad dodatno dobija na težini i aktuelnosti. Nažalost, aktuelna vrednost budžetskog deficita

Srbije je toliko da ni najpovoljnija prodaja najvećeg domaćeg telekomunikacionog operatora ne bi bila dovoljna da se ta „rupa“ u budžetu popuni.

2.3 PEST analiza

Vitalno pitanje za investitore je „gde investirati“ odnosno da li su novac investirali na pravo mesto. Stoga su investitori veoma zainteresovani da dobiju informaciju o mogućnostima i opasnostima koje čekaju njihov biznis na određenom tržištu. Jedna od metoda analize koja se tom prilikom primenjuje jeste PEST analiza, koja obuhvata četiri makroekonomska aspekta po čijim je početnim slovima i dobila ime: **p**olitički, **e**konomski, **s**ocijalni i **t**ehnološki.

2.3.1 Politička analiza

Jedan od ključnih ciljeva aktuelne srpske Vlade su pregovori sa EU u procesu pridruživanja ovoj organizaciji. U tom smislu, saradnja sa evropskim organizacijama i institucijama u svim sferama uz uvažavanje državnih interesa Srbije, kao i usaglašavanje srpskih zakona, propisa i regulative sa evropskim, imaće sigurno pozitivan efekat na našu zemlju u narednim godinama. Stabilizacija političkih prilika i poboljšanje odnosa sa susedima povoljno deluje na sve kompanije u zemlji, samim tim i za Telekom. Jedan od većih problema u Srbiji je korupcija – prema globalnom indeksu percepcije korupcije u javnom sektoru (*Transparency International's Corruption Perception Index - CPI*), Srbija je rangirana na 72. mesto od 177 zemalja u svetu, sa skorom 42 na listi ocena od 0 od 100, gde 0 označava okruženje sa najvišim stepenom korupcije, a 100 okruženje „čisto“ od korupcije. Ovaj podatak⁴ Srbiju svrstava u države sa vrlo rasprostranjenom korupcijom. Institucije sistema nisu dovoljno razvijene, naročito u domenu pravne zaštite (sporost rada sudova). Nepostojanje jakih i nezavisnih institucija države (sudovi, regulatorna tela) svakako nepovoljno utiče na dolazak stranog kapitala i strane investicije. Povoljna okolnost za društvene reforme je koncentracija vlasti u Skupštini - posle dužeg niza godina političke stranke koje čine Vladu imaju apsolutnu većinu u Skupštini Srbije. Da li će to biti dovoljno za ubrzanje političko-ekonomskih reformi u zemlji ostaje da se vidi. Ono što je nepovoljno za Telekom je svakako velika zavisnost njegovog menadžmenta od Vlade i dnevne politike. Redovna je pojava da se posle parlamentarnih izbora menadžment Telekoma menja u velikoj meri, što sigurno utiče na poslovnu politiku i strategiju preduzeća.

2.3.2 Ekonomska analiza

Trenutno (2015. godina), ali i u narednih nekoliko godina, Srbiju očekuju ozbiljne društveno-ekonomske reforme radi sanacije budžetskog deficita i stabilizacije ekonomskih prilika. Po vrednosti BDP-a po glavi stanovnika (5906 \$), Srbija spada u red siromašnijih država Evrope,

⁴ http://www.transparentnost.org.rs/index.php?option=com_content&view=article&id=82&Itemid=29&lang=sr
(datum pristupa 23.12.2014.)

a u svetu je na 88. mestu. Rast BDP-a u narednim godinama se procenjuje na oko 1-1,5% max, što je svakako nedovoljno za ozbiljniji ekonomski rast i poboljšanje životnog standarda građana. Najveći ekonomski problemi u zemlji su velika nezaposlenost (oko 20%, od čega je preko 50% mladih od 30 godina), nelikvidnost privrede, veliki broj zaposlenih u javnom sektoru, inflacija kao stalna pretnja, visok nivo javnog duga, budžetski i spoljnotrgovinski deficit, nizak nivo industrijske proizvodnje, gotovo izjednačen broj zaposlenih i penzionera. Država Srbija zavisi od priliva novca iz inostranstva i konstantno se zadužuje. Javni dug Srbije stalno raste i na kraju 2013. godine iznosio je 20,14 milijardi dolara ili 63,8% BDP-a. Politika (partokratija) ima veliki uticaj na ekonomiju zemlje. Do 2013. godine, Vlada Srbije imala je stimulativnu stopu poreza na dobit preduzeća od 10%, ali je usled sve izraženijeg budžetskog deficita odlučila da tu stopu poveća na 15%. Inflacija se poslednjih godina kreće u rasponu 6-12%, što je znatno više u odnosu na evro-zonu gde je prosečna inflacija oko 3%. Istina, poslednjih par godina inflacija je stabilizovana na oko 3-5% godišnje. U privredi, jedino je bankarski sektor, koji je pretežno u stranom vlasništvu, prethodnih godina bio profitabilan, ali je i pored toga njegova kreditna aktivnost mala. Nestabilna ekonomska situacija u zemlji, mala kupovna moć građana i slaba privreda svakako nepovoljno utiču na poslovanje Telekoma, čija je primarna delatnost pružanje telekomunikacionih usluga korisnicima. S obzirom da Telekom prihoduje u dinarima a opremu nabavlja uglavnom od inostranih kompanija i plaća je u čvrstoj valuti, svako slabljenje nacionalne valute nepovoljno utiče na poslovne bilanse Telekoma.

2.3.3 Analiza društvenih prilika (sociološka analiza)

Za kompaniju koja se bavi telekomunikacijama, demografski podaci i trendovi su veoma bitni za procenu karakteristika i potreba korisnika. Srbija je društvo koji stari i svake godine broj stanovnika se smanjuje za oko 35.000. Prosečna starost stanovništva je među najvećim u svetu i iznosi 42,2 godine⁵. U populaciji ima oko 20% stanovnika mladih od 20 godina i isto toliko starijih od 65 godina⁶. Stanovništvo najviše troši na hranu i osnovne potrebe domaćinstva. Tražnja na domaćem tržištu je smanjena. Prosečna zarada u Srbiji u 2014-oj iznosila je oko 48.000 dinara (oko 400 evra), dok je za prosečnu potrošačku korpu⁷ bilo potrebno oko 1,3 prosečne zarade ili preko 65.000 dinara!? Veliki broj domaćinstava živi na granici siromaštva ili ispod nje. Obrazovna struktura populacije je, prema evropskim standardima, loša. Oko 65% građana Srbije ima srednje, više ili visoko obrazovanje. Čak 14% građana nema osnovno obrazovanje, 21% ima samo osnovnu školu, a samo 10,6% građana ima visoko obrazovanje⁸. Srbija je već poznata u svetu po tzv. odlivu mozgova i sve većem odlasku mladih, školovanih i najperspektivnijih kadrova u inostranstvo. Sve navedene činjenice još su dramatičnije ako znamo da je situacija u zdravstvu i školstvu iz godine u

⁵ http://www.indexmundi.com/serbia/demographics_profile.html (datum pristupa 16.12.2014.)

⁶ <http://popis2011.stat.rs/> (datum pristupa 16.12.2014.)

⁷ <http://mtt.gov.rs/informacije/potrosacka-korpa/> (datum pristupa 16.12.2014.)

⁸ <http://milicaantic94.wordpress.com/obrazovna-struktura-stanovnistva-republike-srbije-popis-2011/> (datum pristupa 16.12.2014.)

godinu sve teža, jer su budžetska izdvajanja za ove sektore sve manja. Ohrabruje činjenica da mladi gotovo stoprocentno koriste ICT.

2.3.4 Tehnološka analiza

Oblast ICT je u Srbiji tek od nedavno prepoznata i deklarirana kao izvor i zamajac novog ekonomskog rasta. Potencijali su veliki što pokazuje činjenica da je izvoz softvera u 2013. premašio 200 miliona €. Međutim, ulaganja u ICT nisu na potrebnom nivou i naša zemlja tehnološki sve više zaostaje za razvijenim zemljama. ICT ulaganja u Srbiji su na nivou od oko 1% BDP, dok je evropski standard između 2 i 3% BDP-a. Prema podacima Svetske banke, prosek ulaganja u ICT u Srbiji je oko 60€ po stanovniku, što je 10 puta manje od proseka zemalja EU, a tri puta manje od npr. susedne Hrvatske gde je prosek ICT ulaganja oko 180€ po stanovniku⁹. Učešće realnog (privatnog) sektora u ICT investicijama je veoma malo. Jasno je da bez razvoja privrede i profitabilnih preduzeća nema ni većih ulaganja u ICT. Učešće ICT u BDP-u kod nas, prema podacima u izveštaju RATEL-a, iznosi oko 5%. Srbiji je potreban rast od 15% godišnje u narednih 5 godina da bi dostigla nivo EU u ICT sektoru. U postojećim društveno-ekonomskim okolnostima, to nije realno!

Na osnovu pregleda¹⁰ srpskog tržišta telekomunikacija (tabela 2.1) može se zaključiti da su u prethodnoj, 2014. godini svi parametri bili u ozbiljnom padu, što je veoma zabrinjavajuća činjenica. To se posebno odnosi na investicije (pad za čak 28%). Prihodi su smanjeni, tako da su sada na nivou iz 2009. godine. Učešće prihoda od telekomunikacionih usluga u BDP-u je na najnižem nivou u poslednjih 6 godina. To znači da su srpske telekomunikacije u recesiji. Potrošnja za telekomunikacione usluge je prilično opala i pored ponude novih usluga, što govori o jakoj konkurenciji, ali i slabijoj kupovnoj moći građana. Na osnovu ovakve statistike može se slobodno reći da tržište nije povoljno za ulazak „novih igrača“, ali ni za održiv rast aktuelnih operatora. U takvim uslovima mora doći do ukupnjavanja telekomunikacione scene (spajanja operatora), što može negativno uticati na konkurentnost tržišta i ograničiti izbor korisnika (a to je opet negativno). Stoga će u narednom periodu uloga regulatora (RATEL) biti sve značajnija i odgovornija u cilju daljeg razvoja telekomunikacija u Srbiji. Očigledno je da se u „pravilima igre“ nešto mora menjati.

Tabela 2.1: Pregled tržišta telekomunikacija u Srbiji (izvor podataka: RATEL)

Tržište telekomunikacija	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.
Investicije (mil €)	288	274	243	232	262	186
Prihodi (mlrd €)	1,51	1,45	1,60	1,54	1,55	1,5
Udeo investicija u prihodima (%)	19,1	18,9	15,2	15,1	16,9	12,4
Učešće prihoda u BDP (%)	4,76	5,29	5,66	5,52	4,85	4,5
Prosečna potrošnja po domaćinstvu („proširena telekom. korpa“, din.)	3.850	5.177	5.087	5.151	5.218	4.863

Izvor: Izrada autora

⁹ <http://www.blic.rs/Vesti/Drustvo/390660/Iz-podruma-do-prvog-miliona/print> (datum pristupa 14.11.2014)

¹⁰ http://ratel.rs/upload/documents/Pregled_trzista/rate-pregled-trzista-za-2014-web.pdf (datum pristupa 17.08.2015.)

Prema podacima Republičkog zavoda za statistiku za 2014. godinu, u Srbiji 63% domaćinstava ima računar¹¹. Ukupno 63% domaćinstava ima priključak na Internet (YoY +7%), od čega 90% ima širokopojasni pristup globalnoj mreži. U pogledu zastupljenosti računara i Interneta postoji veliki jaz između urbanih i ruralnih oblasti Srbije, ali se on iz godine u godinu smanjuje. Sva domaća preduzeća koriste računare i Internet u svom poslovanju, 98% preduzeća ima širokopojasni pristup, njih 74% ima web sajt, a 3,8% koristi usluge *cloud*-a. Oko 62% građana redovno koristi Internet (2,8 miliona građana svakodnevno), dok ga 30% građana nikada nije koristilo. Oko 22% građana redovno kupuje preko Interneta, a samo njih 13% koristi internet usluge javne administracije (e-uprava). Poštovanje intelektualnih prava u Srbiji nije na zavidnom nivou. Penetracija mobilnih korisnika u Srbiji je među najvećima u Evropi i iznosi 130%, ali to podrazumeva i zasićenost komercijalnog tržišta. Srbija je i među zemljama koje imaju najviši procenat populacije koja koristi društvene mreže, u čemu prednjače mladi – oko 95% mlađih od 24 godine ima profil na društvenim mrežama (Facebook, Twitter). Ovo je značajna činjenica za ocenu atraktivnosti srpskog telekomunikacionog tržišta. Postoji značajan prostor za dalji rast i razvoj tržišta širokopojasnog interneta i multimedijalnih usluga.

2.4 SWOT analiza

SWOT analiza (SWOT=Strengths, Weaknesses, Opportunities, Threats) ima cilj da identifikuje snage i slabosti preduzeća, mogućnosti i šanse za njegov rast i razvoj i opasnosti koje mogu da osujete planove preduzeća¹². Snage i slabosti tretiraju se kao interni (unutrašnji) faktori, koji zavise od organizacije i resursa samog preduzeća, a mogućnosti i opasnosti kao eksterni (spoljašnji) faktori, koji zavise od okolnosti i okruženja u kojima preduzeće deluje (slika 2.1). Snage i mogućnosti su faktori pozitivnog uticaja, dok su slabosti i pretnje faktori nepovoljnog uticaja na tržišnu poziciju.

SWOT	Pozitivno	Negativno
Interni faktori	SNAGE (S)	SLABOSTI (W)
Eksterni faktori	MOGUĆNOSTI (O)	PRETNJE (T)

Slika 2.1: Matrica SWOT analize

Prednosti SWOT analize su njena jednostavnost i fleksibilnost, a mana to što može da bude vrlo subjektivna. Sledi SWOT analiza kompanije Telekom Srbija.

¹¹ <http://webzrs.stat.gov.rs/WebSite/repository/documents/00/01/50/47/ICT2014s.pdf> (datum pristupa 16.08.2015.)

¹² Kotler Philip, "Marketing Management Millenium Edition", 10th edition, Prentice-Hall Inc., 2000. p.46-49

2.4.1 Snage (Strengths)

- ✓ Najveći provajder telekomunikacionih usluga u Srbiji,
- ✓ Lider na tržištu fiksne i mobilne telefonije po broju pretplatnika,
- ✓ Prepoznatljiv brend, izražena društvena odgovornost,
- ✓ Velika baza korisnika,
- ✓ Najveća dostupnost korisnika u Srbiji u domenu fiksne mreže,
- ✓ Odlična pokrivenost teritorije 2G i 3G mobilnom mrežom (2G-97%, 3G-90%),
- ✓ Odlična pokrivenost stanovništva 2G i 3G mobilnom mrežom (2G-97%, 3G-90%),
- ✓ Iskustvo i tradicija u pružanju telekomunikacionih usluga,
- ✓ Široka paleta raznovrsnih usluga za sve tipove korisnika (4Play),
- ✓ Dobra kontrola naplate korisničkih računa (mogućnost isključenja iz mreže!),
- ✓ Moderna mobilna mreža (2G/3G/HSPA/HSPA+ & LTE ready),
- ✓ Daljinski nadzor i upravljanje mrežom i elementima mreže.

2.4.2 Slabosti (Weaknesses)

- Nije završena digitalizacija fiksne mreže,
- Mestimično dugačka pretplatnička petlja nepogodna za brzi internet i IPTV,
- Odliv pretplatnika fiksne telefonije,
- Veliki neiskorišćeni telekomunikacioni kapaciteti,
- Nepovoljna starosna i kvalifikaciona struktura zaposlenih,
- Zaostavština starih i prevaziđenih tehnologija i opreme,
- Opadanje tržišnog udela u fiksnoj i mobilnoj,
- Ograničenost na domaće i okolna „prosrpska“ tržišta,
- Opterećenost kreditnim obavezama,
- Nedovoljna efikasnost u poslovanju.

2.4.3 Mogućnosti/Šanse (Opportunities)

- ✓ Proširenje baze korisnika u segmentu multimedije (IPTV),
- ✓ Akvizicije manjih kablovskih operatora,
- ✓ Reorganizacija/outsourcing pojedinih delatnosti,
- ✓ Mobilni 3G internet,
- ✓ Rastući zahtevi na broadband tržištu,
- ✓ Veliki neiskorišćeni telekomunikacioni kapaciteti,
- ✓ Bolja integracija i sinergija sa kompanijama-ćerkama (MTEL RSrpska, MTEL CG),
- ✓ Nove tehnologije i novi servisi (pre svega 4G/LTE),
- ✓ Bolja inovativnost i diferencijacija u odnosu na konkurente,
- ✓ Listiranje akcija na berzi

- ✓ Profesionalizacija upravljanja, uključujući i prodaju većinskog dela državnog paketa akcija.

2.4.4 Opasnosti (Threats)

- Loša ekonomska situacija u zemlji,
- Uticaj politike i promene izvršne vlasti na postavljanje menadžmenta preduzeća,
- Potencijalna inflacija i rizik pada vrednosti dinara,
- Telekomunikacije su veoma zahtevne za konstantnim novim ulaganjima (kapitalom),
- Potpuna liberalizacija u fiksnoj mreži (nemogućnost uslovljavanja usluga),
- Konkurencija globalnih operatora u mobilnoj i pritisak na cene,
- Supstitucija govorne usluge u fiksnoj telefoniji mobilnom,
- Gubitak dela tržišta poslovnih korisnika,
- Zasićeno tržište mobilnih komunikacija (govorna usluga),
- Regulatorna cena, obavezne licence,
- Kompleksna ponuda usluga,
- Mogućnost prenosivosti brojeva (*Number portability*),
- Pad saobraćaja u fiksnoj i mobilnoj,
- Pad prihoda od usluga.

Na osnovu SWOT analize, jasno je da Telekom Srbija ima i značajne prednosti i potencijalne i realne teškoće, ali svakako i realne mogućnosti za unapređenje poslovanja. Ključno za ostvarenje budućih rezultata je pretvaranje postojećih snaga u sposobnost za realizaciju nabrojanih mogućnosti i prilika. Za održanje dominantne pozicije na tržištu, osim pridobijanja novih pretplatnika, veoma bitno će biti i zadržati postojeće. Preduzeće prati trendove u novim uslugama i nove tehnologije, ali to ne može samo sebi biti svrha i mora se pažljivo usklađivati sa poslovnim rezultatima i strateškim ciljevima.

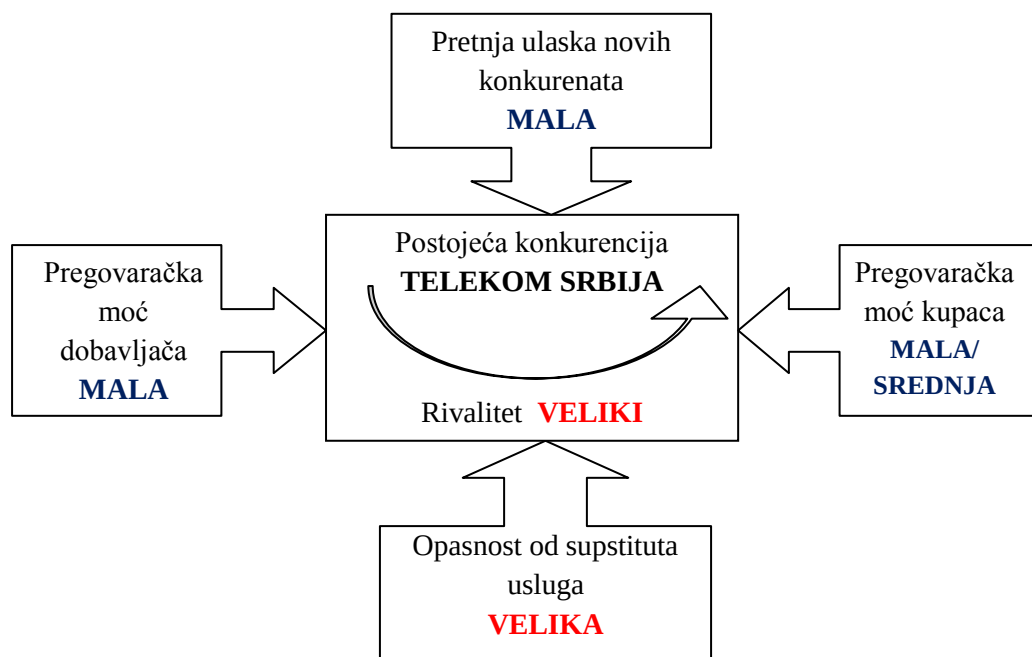
Preduzeće treba da pretvori slabosti u snage ili mogućnosti, pre svega inovativnim pristupom, poboljšanjem efikasnosti i fleksibilnosti. Kod uočenih opasnosti mora voditi računa o raspoloživim resursima. Ukoliko to nije moguće, treba pokušati da negativni efekti budu minimalni.

2.5 Analiza Porterovih pet kompetitivnih uticaja

Prema metodologiji koju je 1979. godine razvio Majkl Porter¹³ sa Harvardske škole biznisa, profitabilnost industrije odnosno preduzeća i atraktivnost tržišta je determinisana sa pet faktora, a to su: (1) stepen konkurencije između postojećih kompanija, (2) pretnja ulaska novih konkurenata na tržište, (3) pretnja pojave supstituta (zamene) proizvoda ili usluga, (4)

¹³ Porter E. Michael, „The five competitive forces that shape strategy“, Harvard Business Review, January 2008., p.86-104

pregovaračke snage kupaca odnosno korisnika usluga i (5) pregovaračke snage dobavljača. Porterova analiza 5 kompetitivnih uticaja za preduzeće Telekom Srbija data je na slici 2.2.



Slika 2.2: Analiza pet Porterovih sila za Telekom Srbija a.d.

Opasnost za ulazak novih konkurenata na tržište je mala, s obzirom na činjenicu da su telekomunikacije oblast koja zahteva prilično velika inicijalna ulaganja za početak poslovanja. Upravo zbog neophodnosti stalnih ulaganja usled nezapamćenog razvoja novih tehnologija na tržištu je sve više prisutan trend ukрупnjavanja tj. konsolidacije telekomunikacionog tržišta (veće kompanije kupuju manje). Tender za licencu za mobilnu 4G/LTE tehnologiju, čije raspisivanje predstoji, otvara mogućnost ulaska novog „igrača“ na srpsko tržište mobilnih komunikacija. Iako to nije mnogo verovatno, činjenica da Telenor i VIP u svojim matičnim državama već imaju iskustva sa novom 4G/LTE tehnologijom (know-how) za Telekom će predstavljati veliki izazov.

Pretnja i opasnost od zamene Telekomovih usluga, uslugama drugih učesnika na tržištu je sve veća i realnija. Poslednjih godina je u telekomunikacijama sve izraženiji trend tzv. fiksno-mobilne supstitucije, odnosno zamene fiksnog telefona i interneta mobilnim. Ovome je doprinela velika konkurencija u mobilnim komunikacijama koja je uslovlila pad cena mobilnih usluga (telefoniranja) i njihovo praktično izjednačavanje sa cenama fiksne telefonije. U tom smislu, možemo smatrati da postoji izvesna mogućnost da se Telekomova usluga (telefoniranje sa fiksnog telefona) zameni za sličnu (telefoniranje sa mobilnog aparata ili Voice preko Interneta, VoIP). Mogućnost prenošenja telefonskog broja u fiksnoj (Number portability) otvara priliku ostalim fiksnim operatorima u Srbiji (SBB, Orion Telekom, Telenor) da snažnije „napadnu“ tržište. Iako već par godina unazad poseduju licence za fiksnu telefoniju, pomenuti operatori do sada nisu mnogo ulagali u ovaj segment, tako da im potpuna liberalizacija tržišta sve više otvara prostor za ozbiljnija ulaganja i pristup, pre svega

postojećim Telekomovim korisnicima. Podsetimo da u mobilnoj telefoniji već nekoliko godina unazad postoji mogućnost promene operatora bez promene pretplatničkog broja. Sa razvojem IP tehnologije (IP- Internet Protocol) i prenosa glasa preko Interneta (VoIP- Voice over IP), sve više fiksnih usluga može se zameniti IP uslugama, pri čemu nije više neophodno kupovati skupu profesionalnu opremu (telefonske centrale). Srpski kablovski operatori, čija je do sada primarna ponuda bila kablovska televizija, sve više osvajaju IP tehnologiju i svoju mrežu uvođenjem optike sve više prilagođavaju ponudi IP usluga. Time gotovo ravnopravno ulaze na tržište ponude tzv. TriplePlay usluga (govor, Internet, TV/video) i ravnopravno konkurišu Telekomu u ponudi pomenutih usluga. Širenjem svojih mreža, kablovski operatori postaju ozbiljan takmac Telekomu!

Pregovaračka snaga kupaca (korisnika telekom-usluga) ogleda se u mogućnosti kupaca da utiču na cenu i kvalitet usluge, kao i na obim usluge (da dobiju više usluga po nižoj ceni). Kupci u veoma maloj meri mogu da utiču na cene Telekomovih usluga, ali se povećanjem mogućnosti izbora provajdera usluga pozicija kupaca lagano poboljšava. Već smo konstatovali da na području mobilne telefonije postoji oligopol tri mobilna operatora, koji (prećutno) mogu voditi politiku približnih cena svojih proizvoda i izbeći konkurenciju na cenovnoj osnovi. Ali, činjenica je da korisnici mobilnih usluga mogu jednostavno da menjaju svog mobilnog operatora uz zadržavanja pretplatničkog broja, što ojačava poziciju korisnika kao kupaca. Mobilni operatori svoju poziciju ojačavaju ponudom povoljnih paketa usluga i novih aparata uz potpisivanje ugovora na jednu ili dve godine. Posle potpisivanja oročenog ugovora za usluge, korisnik je „vezan“ za Telekom u tom periodu, u suprotnom plaća „penale“ za raskid ugovora. Napomenimo da je ovo slučaj i praksa i kod drugih operatora. U fiksnoj telefoniji, pozicija Telekoma je još dominantnija s obzirom na veliku i široku bazu (svojih) korisnika i niži stepen konkurencije. U ponudi paketa usluga (govor, Internet, TV), korisnici koji žive u gradovima imaju ograničenu mogućnost da izaberu provajdera, dok su korisnici u ruralnim i prigradskim naseljima uglavnom uskraćeni za mogućnost izbora. Telekom tu ima veliku prednost i veliku moć prema tim korisnicima. Takođe, nemogućnost da korisnik dobije uslugu brzog Interneta (ADSL) bez plaćanja pretplate za fiksni telefon čini Telekom favoritom i na tržištu i u odnosu prema korisnicima. Možemo, dakle, zaključiti da je **snaga Telekoma Srbija u odnosu na tržište outputa tj. njegova pregovaračka pozicija prema kupcima u ovom trenutku još uvek prilično velika.**

Na tržištu inputa odnosno **u odnosu prema dobavljačima materijala, opreme i izvođačima radova, pozicija Telekoma je još snažnija** u odnosu na onu prema kupcima. Svojim statusom operatora sa značajnom tržišnom snagom i dominantnim udelom na telekomunikacionom tržištu u Srbiji, Telekom ima realnu pregovaračku mogućnost da utiče na dobavljača da snizi cenu svojih proizvoda i usluga, kao i mogućnost da diktira uslove isporuke i plaćanja. Jasno je i poznato da velike i moćne kompanije mogu da uslovljavaju svoje dobavljače na razne načine. Na tržištu Srbije, Telekom je za dobavljače veoma privlačan i poželjan klijent ne samo zbog činjenice da kontinuirano ulaže u nove usluge i nadgradnju mreže, već i zbog toga što su dobavljači svesni da su poslovi sa Telekomom kao stabilnom kompanijom naplativi i sigurni.

Konkurencija na telekomunikacionom tržištu je sve veća, a sa jačanjem nezavisne regulatorne uloge biće verovatno još izraženija, što će biti dobro za korisnike telekomunikacionih usluga. Pored dva takmaka u mobilnim komunikacijama sa svetskom reputacijom (Telenor i VIP), Telekom Srbija a.d. ima rastuću konkurenciju i u fiksnoj mreži. Operatori Orion, SBB i Telenor su naročito aktivni u domenu usluga prenosa podataka. Grade sopstvene optičke i bežične mreže, a glavni fokus im je korporativni i državni (javni) sektor. SBB je, kao najveći srpski kablovski operator, dominantan u sferi pružanja multimedijalnih usluga i svojom ponudom digitalne kablovske televizije ozbiljno konkuriše Telekomovoj IPTV ponudi. Jaka konkurencija utiče na smanjenje cena usluga, a time i na smanjenje prihoda operatora. Naročito „osetljiva“ u budućnosti biće Telekomova govorna (telefonska) usluga, jer razvoj IP tehnologije prenosa govora kao neke vrste podataka (VoIP – Voice over IP) omogućava konkurentskim operatorima uvođenje govorne usluge u ponudu uz relativno mala ulaganja.

2.6 Rezime strategijske analize

Analiza makroekonomskih faktora pokazuje da Telekom Srbija a.d. posluje u nestabilnom i perspektivno relativno nepovoljnom ekonomskom okruženju. Srpsko tržište telekomunikacija ima opadajući trend, iako postoji izražena tražnja za novim uslugama naročito kod mlađe populacije. Novi uslovi poslovanja koji se ogledaju u sve većoj konkurentnosti tržišta, kvalitetnijoj ponudi telekomunikacionih usluga, sve izbirljivijim korisnicima, jasnijoj regulativi - pred Telekom i njegovu upravu postavljaju nove i teže poslovne zadatke.

Za prosečnu „korpu“ telekomunikacionih usluga potrebno je izdvojiti oko 10% prosečne neto zarade u Srbiji. Konkurencija je, posebno u fiksnoj telefoniji i domenu multimedijalnih usluga (pay TV), sve jača – na jednoj strani Telekom gubi fiksne telefonske pretplatnike, a na drugoj raste broj njegovih IPTV pretplatnika. Budući potezi regulatora (RATEL) mogu imati značajan uticaj na prihode Telekoma, naročito u domenu razdvajanja usluga (pretplatnik brzog interneta ne mora obavezno da bude i telefonski pretplatnik). Na buduće poslovne rezultate u mnogome će uticati organizaciona sposobnost transformacije, prilagođenja uslovima novog biznis modela i povećanje efikasnosti korišćenja mrežnih kapaciteta i poslovnih sredstava.

Nаша strategijska analiza pokazuje da se dominantna monopolsko-liderska pozicija Telekoma polako kruni, iako Telekom poseduje veliki potencijal za njeno održanje u narednim godinama. Te mogućnosti se, pre svega, odnose na široku paletu usluga i trenutno veliku bazu korisnika. Preduzeće konstantno ulaže u modernizaciju mreže i uvođenje novih servisa. Možda treba obratiti pažnju na efikasnost tih ulaganja. Veću i ozbiljnu konkurenciju preduzeće ima u mobilnim komunikacijama, dok je u sferi fiksnih komunikacija za sada neprikosnoveni lider. I pored narastajuće konkurencije i smanjenja tržišta, Telekom još uvek ima velike mogućnosti za unapređenje poslovanja. To naravno ne znači samo povećanje broja korisnika, već i primenu najbolje poslovne prakse.

3 FINANSIJSKA ANALIZA Telekom Srbija a.d.

Godišnji finansijski izveštaji preduzeća su koristan izvor informacija za analizu njegovih performansi i razvoja, kao i za uočavanje trendova u posmatranom preduzeću. Kod analize finansijskih izveštaja, ključnu ulogu ima njihova pouzdanost, koja zavisi od tačnosti knjigovodstva, načina primene računovodstvenih standarda i etičnosti menadžmenta preduzeća, koji u krajnjem obezbeđuje sve podatke. Glavni korisnici finansijskih izveštaja i najviše zainteresovani za rezultate analize tih izveštaja su vlasnici odnosno akcionari preduzeća, potencijalni investitori, kupci akcija, kreditori/poverioci (banke), dobavljači, menadžment preduzeća, zaposleni, državni organi i institucije, a neretko i šira javnost.

Analiza finansijskih izveštaja je prvi korak u planiranju mera za obezbeđenje poslovne i finansijske stabilnosti preduzeća. Ona pokazuje kako je preduzeće poslovalo u proteklom periodu i ukazuje na domene u kojima se rezultati u narednom periodu mogu, a možda i moraju unaprediti odnosno korigovati radi održivog poslovanja. Informacije koje se dobijaju na osnovu analize finansijskih izveštaja treba, pre svega, da posluže za poboljšanje budućeg poslovanja preduzeća.

Analiza finansijskih izveštaja predstavlja „proces primene različitih analitičkih sredstava i tehnika pomoću kojih se informacije iz finansijskih izveštaja mogu pretvoriti u upotrebljive informacije relevantne za upravljanje“¹⁴. Ova analiza temelji se na pregledu 5 osnovnih finansijskih izveštaja, definisanih Zakonom o računovodstvu: (1) Bilansu stanja, (2) Bilansu uspeha, (3) Izveštaju o novčanim tokovima, (4) Izveštaju o promenama na kapitalu i (5) Napomenama uz finansijske izveštaje. Svi ovi pobrojani izveštaji su međusobno zavisni i samo se njihovom objedinjenom sistemskom analizom može steći potpuniji utisak o poslovanju preduzeća. Realnost podataka objavljenih u izveštajima verifikuju ovlašćeni revizori iskazivanjem svog nezavisnog mišljenja. U analiziranom periodu (2009.-2013.), reviziju finansijskih izveštaja Telekom Srbija a.d. Beograd radile su revizorske kuće KPMG d.o.o. Beograd (2013-2014.) i BDO d.o.o. Beograd (2009.-2012.). Svake predmetne godine, revizori su za pojedinačne finansijske izveštaje Telekom iskazali pozitivno mišljenje, bez rezerve¹⁵.

Cilj ovog segmenta rada je da analizira performanse preduzeća u prošlosti i proceni njegovo finansijsko zdravlje radi utvrđivanja parametara koje ćemo koristiti u proceni vrednosti preduzeća.

3.1 Metode finansijske analize

Analiza finansijskih izveštaja se bavi kvantifikovanjem i istraživanjem odnosa i veza između pozicija u bilansu stanja, bilansu uspeha i izveštaju o novčanim tokovima na način da se

¹⁴ Žager K, Žager L, „Analiza finansijskih izveštaja“, Masmedija, 1999. godine, str. 156

¹⁵ <http://www.telekom.rs/Contents/ContentDefault.aspx?temp=0&sid=1253&id=1261> (datum pristupa: 17.11.2014.)

ispravno proceni finansijski položaj, uspešnost i likvidnost poslovanja preduzeća¹⁶. U cilju obavljanja ovog posla, finansijskim analitičarima na raspolaganju je nekoliko tehnika odnosno metoda analize koje ćemo koristiti i u ovom radu, i to¹⁷:

- Horizontalna analiza,
- Vertikalna analiza,
- Analiza finansijskih pokazatelja (ratio analiza),

Pored ove tri najznačajnije, često se koriste i analiza pomoću neto obrtnog fonda i analiza leveridža (*leverage*).

Horizontalna analiza predstavlja uporednu analizu promena u bilansnim pozicijama u bilansu stanja i bilansu uspeha tekuće i prethodne godine. U horizontalnoj analizi je potrebno izračunati razliku vrednosti u tekućoj i prethodnoj godini u apsolutnom iznosu, a zatim tu razliku izraziti i u relativnom iznosu u odnosu na prethodnu godinu (u %). Najveći problem kod tumačenja rezultata horizontalne analize može predstavljati inflacija, a pored nje i promene u računovodstvenoj politici, načinu izveštavanja i obračunima koje čine da finansijski izveštaji postanu neuporedivi.

Vertikalna analiza bilansa stanja i bilansa uspeha predstavlja strukturnu analizu u kojoj se više pozicija iz ovih bilansa sagledava u odnosu na jednu, osnovnu poziciju. Određena pozicija se deklarira kao referentna, bazična pozicija (dodeljuje joj se ponder 100%), a ostale pozicije se izražavaju kao procenat (%) te osnovne pozicije. Najčešće se kao referentna pozicija tretiraju ukupna aktiva i pasiva u bilansu stanja odnosno poslovni prihodi ili prihodi od prodaje u bilansu uspeha. Ovakvim strukturnim prikazom finansijskih izveštaja, metoda vertikalne analize omogućava da smisleno poredimo kompanije različitih veličina, odnosno promene u njihovoj strategiji i poslovanju tokom vremena. Zbog toga je njen drugačiji naziv *common size analysis*. Vertikalna analiza ima prednost u odnosu na horizontalnu analizu u ekonomijama koje imaju izraženu godišnju inflaciju, kakav je upravo slučaj sa Srbijom.

Ratio analiza odnosno analiza finansijskih pokazatelja predstavlja analizu odnosa između pozicija u osnovnim finansijskim izveštajima, pre svega bilansima preduzeća. Ona ima svoju pravu vrednost jedino ukoliko su pokazatelji pravilno interpretirani, što često podrazumeva poređenje sa sopstvenim istorijskim pokazateljima preduzeća, poređenje sa pokazateljima iz privredne grane u kojoj preduzeće deluje, poređenje sa pokazateljima sličnih preduzeća (konkurencije) i/ili poređenje sa eventualno planiranim vrednostima. Postupak ratio analize podrazumeva izbor finansijskih pokazatelja, njihovo izračunavanje i na kraju tumačenje i poređenje sa referentnim vrednostima.

Podaci neophodni za obavljanje navedenih analiza dati su u tabeli **u prilogu 1**, načinjenoj na osnovu finansijskih izveštaja Telekom Srbija a.d. Beograd, objavljenih na sajtu Agencije za privredne registre (APR)¹⁸.

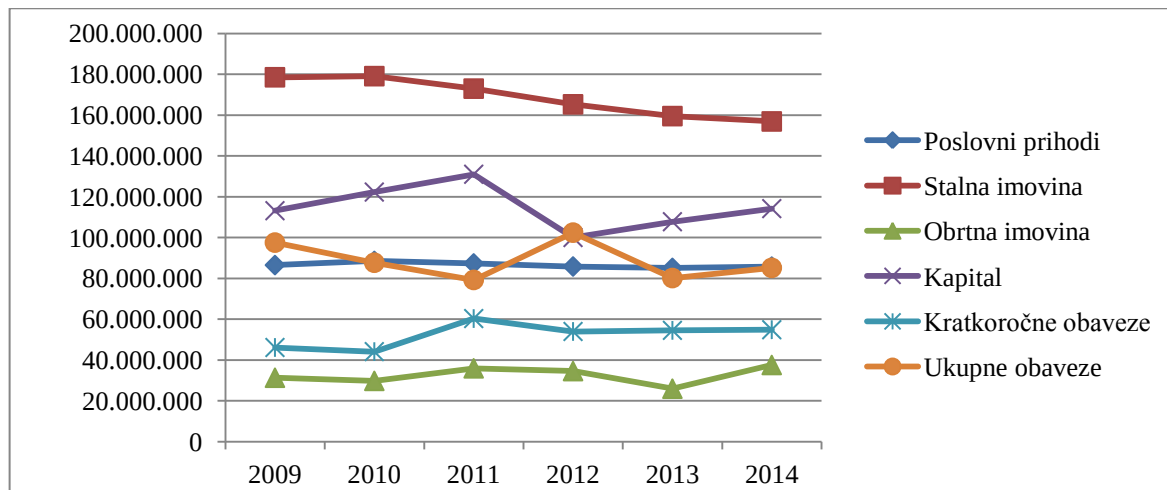
¹⁶ MRS 1, Prikazivanje finansijskih izveštaja, paragraf 1

¹⁷ Knežević Goranka, Analiza finansijskih izveštaja, 2007, Univerzitet Singidunum, str. 105

¹⁸ <http://fi.apr.gov.rs/prijemfi/cir/Podaci1.asp?Search=17162543&code=e80e81bf3f18eee9756d31cfd387b3cb37723262>
(datum pristupa 08.06.2014.)

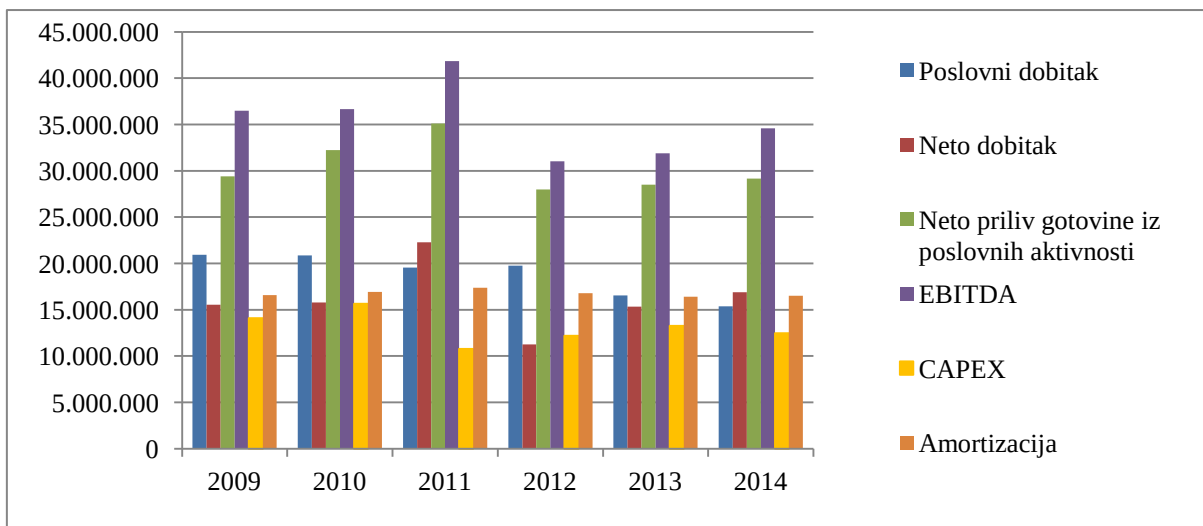
3.2 Grafička struktura finansijskih izveštaja Telekoma Srbija

Radi lakšeg uočavanja trendova i relacija, strukturu bilansa stanja i strukturu izdataka prikazaćemo i grafički.



Slika 3.1: Struktura bilansa stanja

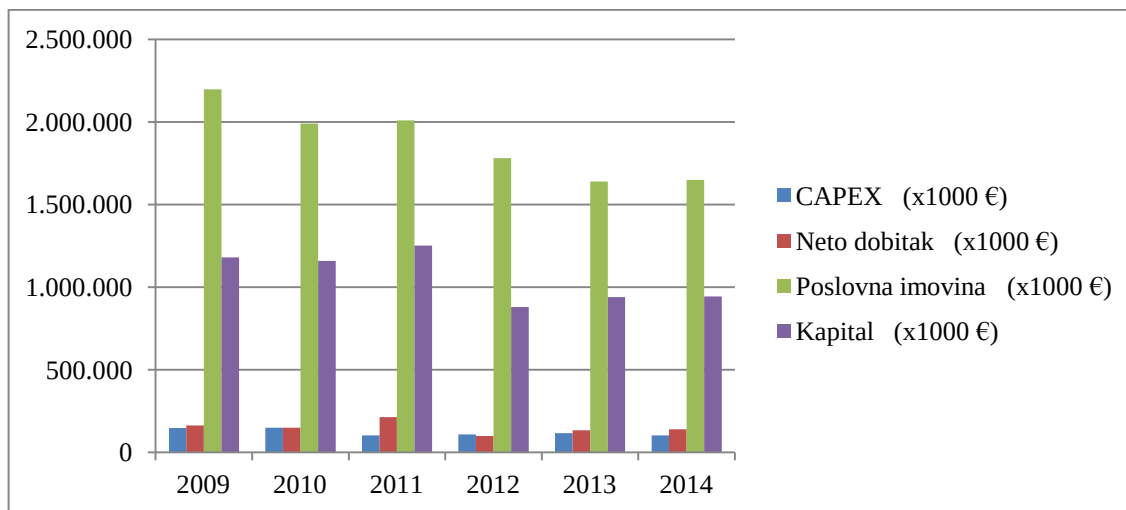
Sa slike 3.1 možemo zaključiti: vrednost stalne imovine ima opadajući trend; poslovni prihodi i kratkoročne obaveze se održavaju; dugoročne obaveze i vrednost kapitala osciliraju. Zanimljivo je da je poslovna imovina, kao zbir kapitala i obaveza, 2014. godine manja u odnosu na 2009. godinu – preduzeće nije uvećalo imovinu i pored redovnih kapitalnih ulaganja.



Slika 3.2: Struktura dobitaka i izdataka

Sa slike 3.2 može se uočiti trend konstantnog opadanja poslovne dobiti, kao i smanjenje neto priliva gotovine iz poslovne aktivnosti u odnosu na 2010-2011. godinu. Prethodnih godina ulaganja su malo smanjena. EBITDA ima trend ponovnog rasta, iako je manja u odnosu na prve tri godine posmatranog perioda. Uočava se da je amortizacija veća od nivoa kapitalnih

ulaganja, što je znak da se imovina ne obnavlja adekvatno i to na duži rok nije dobra praksa za jednu telekomunikacionu kompaniju. Shodno grafiku, poslovanje preduzeća je veoma slično po strukturi dobitaka, priliva i odliva novca. Može se reći: predvidljivo, stacionarno, ali i bez evidentnog napretka. Ne postoji dinamika koja je karakteristična za savremene telekomunikacione kompanije, što je veći problem i nedostatak srpskog telekomunikacionog tržišta, nego što je minus za sam Telekom Srbija.



Slika 3.3: Odnos ulaganja, zarade, kapitala i imovine

Sa slike 3.3. možemo zaključiti da se i pored konstantnih kapitalnih ulaganja i ostvarenja dobiti, kapital i imovina preduzeća vremenom smanjuju. Ova činjenica pomoći će nam u dokazivanju naše hipoteze H2.

3.3 Horizontalna analiza

Horizontalna analiza omogućava poređenje određenih pojava tokom nekoliko razdoblja i donošenje zaključka o tome da li neka pojava ima pozitivan ili negativan trend, da li raste ili opada i koliko je njen uticaj. Poređenje, dakle, ima svoj kvalitativni i kvantitativni značaj. Komparacijom pozicija iz finansijskih izveštaja prati se dinamika kretanja u bilansima stanja i uspeha. To praćenje može se obavljati dvojako: korišćenjem baznih indeksa i korišćenjem lančanih (verižnih) indeksa. Kod baznih indeksa se jedna godina izabere kao baza, a podaci iz ostalih godina se izražavaju kroz apsolutnu i relativnu promenu u odnosu na baznu godinu. Ovakva analiza se uobičajeno naziva analizom trenda. Lančani indeksi se koriste kod analize više razdoblja poređenjem promena između dve uzastopne godine.

Horizontalna analiza preduzeća Telekom Srbija a.d. za period 2010-2014. korišćenjem lančanih indeksa data je u tabeli u **prilogu 2**, a trend analiza - korišćenjem baznih indeksa u tabeli u **prilogu 3**.

Tumačenje: U bilansu stanja lako se uočava trend opadanja vrednosti dugotrajne i obrtne imovine, te stoga i ukupne imovine preduzeća. Naročito je zabrinjavajući trend opadanja

nematerijalne imovine, što za preduzeće koje posluje u oblasti telekomunikacija može da ukazuje na lošu inovativnost i modernizaciju u delu informacionih tehnologija i nedovoljno korišćenje informatičkih servisa i aplikacija u upravljanju preduzećem. Generalno, nema velikih promena na zaliham. Zalihe kod telekomunikacionih operatora odnose se pretežno na mrežnu opremu i kablove koje treba instalirati ili mobilne aparate za prodaju. Nema smislenog razloga da se takve zalihe gomilaju – moguće su neke interne slabosti u upravljanju opremom ili investicionim aktivnostima preduzeća. Gotovinski elementi i gotovina beleže velike oscilacije, verovatno uslovljeno otplatom prispelih obaveza, a u poslednjoj godini zabeležen je značajan skok. Konstantno su u posmatranom periodu rasle obaveze prema dobavljačima, takođe verovatno iz razloga prioriteta vraćanja prispelih obaveza od dugoročnih kredita za kupovinu sopstvenih akcija od OTE i kupovinu akcija Telekoma Srpske. Ovo tvrdimo stoga što su u 2014. godini ipak malo smanjene.

U bilansu uspeha, nakon nekoliko uzastopnih godina skromnog rasta prihoda od prodaje (<2%), u dve poslednje godine (2013, 2014.) beleži se pad u sličnim procentima. Istovremeno, postoji trend stalnog rasta poslovnih rashoda. Troškovi zarada rastu u poslednje dve godine. Finansijski prihodi konstantno opadaju, a finansijski rashodi (usled promena kursa) pokazuju veliku fluktuaciju kojom značajno utiču i na iznos ukupnih rashoda. Ukupni prihodi u poslednje dve godine takođe beleže pad (prosečno godišnje 2,5%) i nominalno su na najnižem nivou u poslednjih 5 godina. Iskazano u evrima, taj pad bi bio još izraženiji. Poslovni dobitak stalno, iz godine u godinu opada i to može biti zabrinjavajuće. U posmatranom periodu 2010-2014., neto dobit je imala velike fluktuacije (od rasta od 41% YoY u jednoj godini, do pada od 49,5% YoY već u narednoj), ali u 2013-oj i 2014-oj beleži uzastopni rast i pored pada poslovnog dobitka. Poslovne aktivnosti, dakle, ne utiču presudno na nivo dobiti preduzeća.

Poređenjem vrednosti iz 2010. godine i 2014. godine možemo da zaključimo da je vrednost poslovne imovine preduzeća smanjena, naročito stalne imovine, a najviše nematerijalne; smanjena je i vrednost kapitala; povećane su obaveze prema dobavljačima. Obaveze preduzeća su neznatno smanjene (oko 3%), zahvaljujući smanjenju dugoročnih obaveza za oko 32%, iako su se kratkoročne obaveze u istom periodu povećale za oko 24%. Poslovni prihodi su 2014. Bili na istom nivou kao 2010. godine, a rashodi su za to vreme porasli za više od 8%. Kako rashodi rastu brže od poslovnih prihoda, to implicira i manju poslovnu dobit, za oko 26% (2010-2014.). Iz nabrojanog bismo mogli da zaključimo da se pozajmljena sredstva nisu baš koristila za povećanje vrednosti matičnog preduzeća, ali su verovatno uticala na održanje prihoda i dobiti. Da li će i kada biti plaćena cena takvoj poslovnoj politici? Utisak iz poslovanja preduzeća je da se prihodi s teškom mukom održavaju i da se rashodi takođe sve teže drže pod kontrolom (indikativna je njihova skoro konstantna vrednost tokom godina). Sva pažnja preduzeća poslednjih nekoliko godina usmerena je na vraćanje kreditnih obaveza usled obavljenih akvizicija i širenja delatnosti. Pozitivno je što, uprkos svemu, preduzeće posluje profitabilno i smanjuje svoje obaveze.

3.4 Vertikalna analiza

Vertikalna analiza omogućava uvid u strukturu bilansa uspeha i bilansa stanja u jednoj kalendarskoj godini. Izabrane pozicije u bilansu stanja našeg predmeta analize prikazane su kao procenat od ukupne aktive odnosno pasive, a u bilansu uspeha kao procenat u odnosu na poslovni prihod.

Vertikalna analiza preduzeća Telekom Srbija a.d. za period 2009-2014. data je u tabeli u **prilogu 4.**

Tumačenje: U strukturi ukupne poslovne aktive Telekoma Srbija a.d. dominira stalna (dugotrajna) imovina, odnosno stavka „Nekretnine, postrojenja i oprema“, što je potpuno razumljivo kada je reč o telekomunikacionoj kompaniji. Ipak, njihovo učešće se s godinama sve više smanjuje. Značajan procenat učešća (do 33%) sa tendencijom rasta imaju i dugoročni finansijski plasmani, zbog značajnog učešća u kapitalu zavisnih preduzeća koja posluju na tržištima sa stabilnom valutom (BiH, CG). Procenat učešća kratkotrajne (obrtne) imovine u aktivi oscilira (od 14-19% u kalendarskoj godini), ali je generalno nizak i ukazuje na moguće probleme sa likvidnošću. Učešće gotovine i gotovinskih elemenata u aktivi je 2013. godine iznosilo tek 1%, a inače ne prelazi 7%, što takođe ukazuje na problem preduzeća sa likvidnošću. Učešće zaliha i potraživanja od kupaca u aktivi je tokom godina gotovo konstantno, oko 3% odnosno oko 6%.

U strukturi pasive Telekoma, kapital trenutno učestvuje sa 57,3%, a obaveze sa 42,7%. Učešće kapitala se tokom 5 prethodnih godina kretalo u rasponu od 49,4% do 62,3%. Primećujemo da preduzeće za svoje poslovanje koristi značajna pozajmljena sredstva, što nije iznenađenje kad su telekomunikacione kompanije u pitanju, jer su telekomunikacije kapitalno veoma intenzivna delatnost. Među obavezama po ročnosti dominiraju kratkoročne obaveze i njihovo učešće u pasivi je naraslo sa 21% u 2009/2010. godini na 27-29% u poslednje 4 godine. Ovo može predstavljati poteškoću u budućem poslovanju preduzeća. Učešće obaveza prema dobavljačima tokom prethodnih godina je raslo do 4,5%, ali je u 2014-oj smanjeno na 3,7% od ukupne pasive. Generalni utisak je da je učešće raznih obaveza u 2014-oj smanjeno u odnosu na prethodne godine.

U bilansu uspeha, prihodi od prodaje predstavljaju stabilnih 99,3-99,5% poslovnih prihoda. Učešće poslovnih rashoda ima stalnu tendenciju rasta – za 6 godina sa 75,4% na 82,1% učešća u prihodima, što istovremeno znači i konstantan pad poslovnog dobitka. Među troškovima dominiraju troškovi amortizacije, koji su takoreći nepromenjivi u odnosu na poslovne prihode (19-20%), a u poslednje tri godine raste i učešće troškova zarada (sa 14,6% na 16,5% u 2014-oj). Finansijski prihodi beleže konstantan pad učešća. Učešće finansijskih rashoda varira tokom godina (usled promena kursa valute) i presudno utiče varijacije ukupnih rashoda, a samim tim i na neto dobitak preduzeća. Ukupni prihodi su zabeležili stalan konstantan pad sa 113,1% poslovnih prihoda u 2009-oj, na 108,3% u 2014-oj godini. Ovoliki procenat ukupnih prihoda znači da preduzeće značajno prihoduje i izvan osnovne poslovne delatnosti. Neto dobit je tokom prethodnih godina varirala , a 2014. godine je bila iznad

proseka iz prethodnih godina (prosek je oko 18,2%). Iz prethodno izloženog, možemo zaključiti da je struktura bilansa uspeha Telekoma tokom posmatranog perioda bila prilično stabilna i ujednačena. Ovo je u velikoj korelaciji sa stabilnošću poslovnog ambijenta u Srbiji (inflacija, stabilnost dinara, intenzitet privredne aktivnosti i sl.). Stabilna struktura bilansa znači i da nema velikih promena u poslovnoj politici preduzeća, što se analizom internih organizacionih i kadrovskih struktura verovatno može i potvrditi.

Da bismo doneli još precizniji zaključak o poslovanju posmatranog preduzeća, upoređićemo strukturu njegovih bilansa sa sličnim telekomunikacionim kompanijama koje posluju u okruženju.

3.5 Komparativna vertikalna analiza

Upoređićemo strukturu bilansa Telekoma Srbija sa strukturama bilansa sa kompanijama koje deluju u okruženju, sa BH Telekomom i Hrvatskim Telekomom (T-HT). Nije nebitno da pomenemo da je BH Telekom, kao i Telekom Srbija, u većinskom državnom vlasništvu, dok je Hrvatski Telekom u većinskom vlasništvu nemačkog giganta Deutsche Telecom-a.

Komparativna vertikalna analiza Telekoma Srbija, Hrvatskog Telekoma (T-HT) i BH Telekoma data je u tabeli **u prilogu 5**. Iz pomenute tabele može se uočiti i zaključiti sledeće:

- Učešće stalne (dugotrajne) imovine u ukupnoj aktivi je mnogo veće kod Telekoma Srbija u odnosu na BH Telekom i T-HT; Učešće nekretnina, postrojenja i opreme je približno isto, dok je učešće nematerijalne imovine kod Telekoma Srbija značajno manje nego kod druga dva operatora;
- Učešće obrtne imovine u ukupnoj aktivi je mnogo manje kod Telekoma Srbija u odnosu na BH Telekom i T-HT, što nije povoljna situacija;
- Učešće zaliha je mnogo manje kod privatizovanog T-HT u odnosu na BH Telekom i Telekom Srbija, koji su u većinskom državnom vlasništvu;
- Učešće potraživanja od kupaca u aktivi su malo veće kod T-HT u odnosu na druga dva operatora;
- Učešće gotovine i gotovinskih elemenata u ukupnoj aktivi je značajno veće kod T-HT i u odnosu na BH Telekom i Telekom Srbija; kod sva tri operatora primetan je trend opadanja učešća gotovine, a u 2013. godini Telekom Srbija znatno zaostaje u odnosu na druga dva operatora, što očito ukazuje i na problem sa likvidnošću.
- U ukupnoj pasivi, za razliku od BH Telekoma i T-HT, učešće obaveza dominira kod Telekoma Srbija a to je primetno i u segmentu kratkoročnih i u segmentu dugoročnih obaveza.
- U segmentu neraspoređene dobiti, uočava se nekakva konzistentna poslovna politika kod T-HT i BH Telekoma, kod kojih je učešće neraspoređenog dobitka u ukupnoj pasivi približno konstantno čime se teži očuvanju kapitala, dok kod Telekoma Srbija učešće neraspoređene dobiti prilično varira tokom godina, verovatno zavisno od problema u budžetu države, koja je većinski vlasnik Telekoma.

- T-HT ima znatno veće obaveze prema dobavljačima u odnosu na druga dva operatora, što se s obzirom na ostale spoljne obaveze može tumačiti kao deo poslovne politike (demonstracija snage i uticaja).
- U bilansu uspeha uočavamo da je, u odnosu na poslovne prihode, učešće poslovnih rashoda malo veće kod Telekoma Srbija u odnosu na BH Telekom i T-HT; u delu poslovnih prihoda kod sva tri operatora apsolutno dominiraju prihodi od prodaje, što i nije čudno s obzirom na delatnost;
- Najveće učešće zarada u odnosu na poslovne prihode ima BH Telekom, dok je državni Telekom Srbija u ravni sa privatnim T-HT;
- Finansijski prihodi i rashodi najviše utiču na ukupan rezultat preduzeća kod Telekoma Srbija, dok je kod ostalih njihov uticaj mnogo manji, što se može objasniti poslovnim ambijentom i uticajem kursa valute na poslovanje;
- Najveće učešće poslovnog dobitka u poslovnim prihodima beleži T-HT, BH Telekom je neznatno bolji od Telekoma Srbija; kod sva tri operatora postoji trend opadanja učešća poslovnog dobitka u poslovnim prihodima;
- BH Telekom i T-HT imaju stabilno i neznatno promenjeno učešće neto dobiti u poslovnim prihodima, dok su kod Telekoma Srbija primetne velike varijacije, na koje najveći uticaj ima promena kursa nacionalne valute (dinar) u odnosu na evro.

Iz komparativne vertikalne analize možemo zaključiti da Telekom Srbija ima određene probleme sa obrtnim sredstvima i sa likvidnošću. Vidimo i da se Telekom Srbija bori sa vraćanjem obaveza, dok se drugi operatori modernizuju i osavremenjavaju poslovanje (segment nematerijalne imovine). I u vertikalnoj analizi primetne su razlike u poslovnoj politici i državnom upravljanju preduzećem u odnosu na privatno. Privatni vlasnik minimizira zalihe (uglavnom telekomunikaciona oprema i materijal), dobro upravlja gotovinom (kod državnih kompanija se ona očigledno teško zadržava) i naročito ulaže u nematerijalnu imovinu (što naročito utiče na smanjenje troškova poslovanja).

3.6 Finansijski pokazatelji (racio analiza)

Analiza pomoću finansijskih pokazatelja je najpoznatije i najviše korišćeno sredstvo finansijske analize koje može da ukaže na finansijsku snagu i slabosti posmatranog preduzeća. U literaturi se ova analiza naziva i racio analizom, zbog toga što pokazatelji predstavljaju odnos (količnik) između pozicija u bilansima preduzeća. Finansijski pokazatelj je racionalan broj koji predstavlja odnos između izabranih pozicija u bilansima stanja i bilansima uspeha i može se iskoristiti kao pogodna informacija za upravljanje preduzećem i njegov dalji razvoj. Upotrebljivost i korisnost finansijskih pokazatelja, a samim tim i upotrebljivost i svrsishodnost njihove analize, zavisi od tačnosti finansijskih izveštaja i tačnosti pretpostavki na kojima se oni temelje. Pogodnost korišćenja pokazatelja ogleda se u činjenici što se mogu pratiti tokom nekoliko uzastopnih godina, upoređivati međusobno ali i sa drugim pokazateljima, kako bi se uočene pojave u poslovanju protumačile što potpunije i što pouzdanije. Na osnovu finansijskih pokazatelja može se steći uvid u finansijski položaj i

finansijski učinak preduzeća na tržištu. Tako npr., finansijski pokazatelji profitabilnosti služe operativnom menadžmentu, pokazatelji likvidnosti i poslovne aktivnosti menadžmentu investicija, a pokazatelji finansijske strukture menadžmentu finansija.

Moramo reći da racio analiza ima i svoje nedostatke, koji pre svega, proističu iz kvaliteta finansijskih izveštaja. Činjenica je da kompanije koriste određenu fleksibilnost u pripremi finansijskih izveštaja, shodno ograničenjima i konvencijama MRS i korišćenju različitih računovodstvenih tehnika, svom makroekonomskom okruženju, pritisku konkurencije, strukturnim i strateškim promenama na tržištu i sl.. Tu je i uticaj različitih faktora na poslovanje: inflacija, privredna kriza, sezonski efekti. U našoj analizi moramo biti svesni da nam racio brojevi samo pomažu da sagledamo i što bolje razumemo faktore koji najviše utiču na finansijski rezultat u kontekstu okruženja i tržišnih prilika u predmetnoj delatnosti. Svrha naše analize je da što bolje razumemo prošlost i sadašnjost da bi bolje predvideli budućnost.

Analiziraćemo finansijske izveštaje preduzeća za telekomunikacije „Telekom Srbija“ a.d. iz Beograda za period od 2009. do 2014. godine, objavljene na web sajtu Agencije za privredne registre Srbije¹⁹ (APR), na osnovu kojih ćemo izračunati i protumačiti finansijske pokazatelje njegovog poslovanja.

U ovom radu analiziraćemo sledeće finansijske pokazatelje²⁰:

- pokazatelji likvidnosti
 - racio tekuće likvidnosti
 - racio reducirane likvidnosti (Acid-test)
 - racio gotovinske likvidnosti
 - neto obrtna sredstva
- pokazatelji neto novčanih tokova
 - odnos neto novčanog toka iz poslovnih aktivnosti (NNT) i neto dobitka
 - odnos neto novčanog toka iz poslovnih aktivnosti (NNT) i ukupne imovine
 - učešće NNT iz poslovnih aktivnosti u prihodima od prodaje
- pokazatelji poslovne aktivnosti (tj. efikasnosti poslovanja, ekonomičnosti),
 - koeficijent obrta potraživanja od klijenata
 - prosečan period naplate potraživanja,
 - koeficijent obrta zaliha,
 - prosečno vreme trajanja obrta zaliha,
 - koeficijent obrta tekuće imovine (obrotnih sredstava),
 - koeficijent obrta dugotrajne (stalne) imovine,
 - koeficijent obrta kapitala
 - koeficijent obrta ukupne poslovne imovine
- pokazatelji rentabilnosti (tj. profitabilnosti, uspešnosti),
 - stopa neto dobitka,
 - stopa poslovnog (bruto) dobitka,
 - stopa prinosa na poslovna sredstva tj. imovinu (Return On Assets - ROA),
 - stopa prinosa na sopstveni kapital (Return On Equity – ROE),
- pokazatelji finansijske strukture (tj. solventnosti),

¹⁹ <http://fi.apr.gov.rs/prijemfi/cir/Podaci1.asp?Search=17162543&code=e80e81bf3f18eee9756d31cfd387b3cb37723262> (datum pristupa 08.06.2014.)

²⁰ Stanišić Nemanja, Analiza finansijskih izveštaja (September 27, 2013), str. 77. Dostupno na SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2332096> (datum pristupa: 22.06.2014.)

- odnos pozajmljenih prema ukupnim izvorima finansiranja,
- odnos obaveza i sopstvenog kapitala (debt/equity ratio),
- koeficijent pokrića obaveza NNT-om iz poslovanja,
- koeficijent pokrića kamate,
- koeficijent finansijske strukture (finansijski leveridž),
- koeficijent finansijske stabilnosti,
- koeficijent pokrića dugotrajne imovine,
- pokazatelji tržišne vrednosti
 - neto dobitak po akciji (Earnings Per Share, EPS)
 - dividenda po akciji,
 - pokazatelj plaćanja dividende,
 - knjigovodstvena vrednost po akciji.

Način izračunavanja pomenutih pokazatelja dat je **u prilogu 6** ovog rada.

Ovi pokazatelji mogu nam pomoći da:

- proverimo da li imamo rast ili stagnaciju biznisa (trend poslovanja),
- uporedimo rezultate sa performansama konkurencije,
- uporedimo trenutne rezultate sa rezultatima iz prethodnih godina,
- uporedimo rezultate sa opštim indikatorima u privrednoj grani ili privredi generalno,
- ocenimo stepen finansijskog rizika za kreditore i investitore,
- ocenimo da li preduzeće može da se prilagodi aktuelnim uslovima poslovanja,
- ocenimo sposobnost preduzeća da posluje uspešno i profitabilno.

3.6.1 Pokazatelji likvidnosti

Likvidnost (engl. liquidity) predstavlja sposobnost preduzeća da servisira svoje dospele kratkoročne obaveze plaćanja. Drugim rečima, to je pokazatelj da se imovina preduzeća ili njeni delovi u kratkom periodu (do godinu dana) mogu pretvoriti u gotovinu kojom se mogu izmiriti preuzete obaveze. Pokazatelji likvidnosti se utvrđuju na osnovu podataka iz bilansa stanja preduzeća.

Pokazatelj opšte (tekuće) likvidnosti pruža nam informaciju da li preduzeće svojom tekućom (obrotnom) imovinom može da podmiri svoje tekuće (kratkoročne) obaveze.

Preduzeće se smatra likvidnim ukoliko je pokazatelj opšte likvidnosti ima minimalnu vrednost 2. To znači da je svaki dinar tekućih obaveza pokriven sa 2 dinara tekuće imovine. Ipak, prevelika vrednost ovog pokazatelja znak je da se obrtna sredstva neracionalno koriste.

Pokazatelj reducirane (ubrzane) likvidnosti - često se naziva Acid test, postavlja rigorozniji odnosno konzervativniji kriterijum za likvidnost u odnosu na pokazatelj opšte likvidnosti. Pokazuje spremnost preduzeća da trenutno likvidnim sredstvima izmiri svoje obaveze. U likvidna sredstva ubrajamo gotovinu, potraživanja i kratkoročne plasmane. Likvidna sredstva

su u stvari obrtna sredstva umanjena za vrednost zaliha. Zalihe u preduzeću koje se bavi telekomunikacijama su naročito nelikvidne, jer obuhvataju uglavnom opremu i materijal koji treba tek treba ugraditi u mrežu, da bi se potom stekli uslovi za pružanje i naplatu usluga. Poželjno je da ovaj pokazatelj ima vrednost veću ili jednaku 1. Njegova prevelika vrednost nije poželjna, jer može da ukaže na loše upravljanje novcem, tj. na držanje sredstava koja ne donose zaradu.

Analiza gotovinske (trenutne) likvidnosti spada u domen dinamičke analize. Poželjno je da ovaj koeficijent bude veći od 0,5.

Pozitivan saldo neto obrtnih sredstava omogućava zaduživanje preduzeća na kratak rok. Veći obim neto obrtnih sredstava je važan parametar za kratkoročne poverioce, jer pokazuje kratkoročnu likvidnost preduzeća i sposobnost da vraća dugove. Pozitivna vrednost neto obrtnog kapitala pokazuje da preduzeće ostvaruje finansijsku ravnotežu.

Tabela 3.1: Pokazatelji likvidnosti

Parametar	AOP	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Opšta, tekuća likvidnost	012/116	0,685	0,476	0,640	0,596	0,675	0,679
Reducirana, ubrzana likvidnost	(012-013)/116	0,573	0,347	0,525	0,486	0,529	0,552
Gotovinska likvidnost	019/116	0,232	0,037	0,201	0,232	0,180	0,205
Koeficijent finansijske stabilnosti	001/(101+113)	1,100	1,212	1,127	1,166	1,092	1,099
Neto obrtna sredstva	012-116	-17.294.504	-28.588.515	-19.410.171	-24.374.273	-14.338.259	-14.829.862

Izvor: Ilustracija autora

Tumačenje izračunatih pokazatelja likvidnosti: Prema vrednostima pokazatelja likvidnosti datim u tabeli 3.1 može se zaključiti da preduzeće u dužem vremenskom periodu nema finansijsku ravnotežu i ima problem sa likvidnošću odnosno sa servisiranjem kratkoročnih obaveza. Manjak neto obrtnih sredstava je hroničan, što bi trebalo da zabrine posloводство. Razlog za to je pre svega nedostatak gotovine. To bi moglo da znači Telekomovi dobavljači moraju malo duže da čekaju na isplatu za isporučenu robu ili usluge. Loša likvidnost verovatno je delom posledica i fokusiranja Telekoma na vraćanje dugova i kredita. U tom smislu, vraćanje duga za kupovinu 20% akcija manjinskog akcionara je za posledicu imalo opadanje svih parametara likvidnosti u 2013. godini. Racia tekuće i redukovane likvidnosti su znatno ispod preporučene normale. Pokrivenost kratkoročnih obaveza obrtnom imovinom trenutno je ispod 70%. Bez vrednosti zaliha, koje imaju prilično veliku vrednost za jednu telekomunikacionu kompaniju, pokrivenost kratkoročnih obaveza je oko 57%. Gotovinska likvidnost je takođe ispod poželjne vrednosti, a 2013. godine je doživela dramatičan pad. Preduzeće se danas može okarakterisati kao rizično za kratkoročne poverioce (banke), jer u prilično dugačkom periodu ispoljava nedostatak neto obrtnih sredstava. Ipak, poznato je da je preduzeće u istom periodu dobijalo kredite za otkup akcija od manjinskog akcionara. Razlog možemo tražiti u činjenici da u uslovima domaćeg privrednog ambijenta, stalan mesečni priliv gotovine od pruženih usluga (pretplate) još uvek daje Telekomu konotaciju „pouzdanog“ dužnika. Ovo je možda najbolji pokazatelj relativnosti značenja finansijskih pokazatelja, da se

moraju posmatrati u sprezi sa drugim faktorima i drugim pokazateljima finansijskog statusa preduzeća.

3.6.2 Pokazatelji neto novčanih tokova

Analiza novčanih tokova u preduzeću je u neposrednoj vezi sa procenom likvidnosti i daje dodatne informacije koje su korisne za procenu likvidnosti. Najvažnije za preduzeće jeste da može da raste i razvija se iz svojih poslovnih aktivnosti odnosno da u svojoj osnovnoj poslovnoj delatnosti može da generiše gotovinu. Neto novčani tok (NNT) predstavlja razliku između primanja i izdavanja gotovine. Rezultati u tabeli 3.2 pokazuju da poslovne aktivnosti Telekomu generišu gotovinu.

Odnos neto novčanog toka i neto dobitka pokazuje koliko dinara gotovine iz poslovne delatnosti preduzeće generiše za svaki dinar svog neto dobitka u posmatranom vremenskom periodu. Veća vrednost ovog koeficijenta pokazuje da je preduzeće sposobno da „izvlači“ gotovinu iz svoje poslovne delatnosti.

Slično je i za odnos NNT i ukupne imovine: ovaj koeficijent pokazuje koliko gotovine preduzeće generiše na svaki dinar sopstvene imovine.

Učešće NNT u prihodima od prodaje pokazuje sposobnost prodaje za generisanje gotovine. Veći koeficijent ukazuje na veći priliv gotovine od prodaje.

Tabela 3.2: Pokazatelji NNT

Pokazatelj	AOP	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Odnos NNT iz poslovanja i neto dobitka	311/229	1,728	1,859	2,488	1,576	2,043	1,892
Odnos NNT iz poslovanja i ukupne imovine	311/022	0,146	0,152	0,138	0,167	0,154	0,140
Učešće NNT iz poslovanja u prihodima od prodaje	311/202	0,342	0,331	0,318	0,404	0,378	0,348
Neto novčani tok	339	10.697.863	-8.566.570	-428.998	5.730.275	3.315.308	8.710.149

Izvor: Ilustracija autora

Tumačenje: Na osnovu rezultata iz tabele 3.2 možemo zaključiti da je preduzeće Telekom Srbija a.d. sposobno da generiše gotovinu iz poslovnih aktivnosti. Da li i koliko to uspešno radi – za takvu informaciju bi rezultate trebalo uporediti sa konkurentima ili prosekom u privrednoj grani. Posle dve uzastopne poslovne godine sa negativnim ukupnim NNT (odlivi gotovine bili su veći od priliva), u 2014-oj je ponovo zabeležen pozitivan NNT, što se odrazilo i na osetno poboljšanje likvidnosti.

3.6.3 Pokazatelji poslovne aktivnosti

Praćenje načina i intenziteta korišćenja imovine je od izuzetnog značaja za svako preduzeće. Pokazatelji poslovne aktivnosti povezuju informacije iz bilansa stanja i bilansa uspeha. Oni pokazuju u kojoj meri preduzeće efikasno koristi svoja osnovna i obrtna sredstva, odnosno daju odgovor na pitanje u kojoj meri se sa manjim ulaganjima može ostvariti veći obim poslovne aktivnosti. Veći koeficijent obrta znači uspešnije korišćenje sredstava odnosno brže odvijanje procesa

Koeficijent obrta zaliha pokazuje koliko dinara prihoda je generisalo preduzeće angažovanjem 1 dinara zaliha, odnosno koliko puta su se zalihe konvertovale u prihod. Niska vrednost ovog pokazatelja ukazuje na neproduktivno gomilanje zaliha, dok visoka vrednost može ukazivati na iscrpljivanje zaliha i zastoj u pružanju usluga korisnicima (kod telekom-operatora naročito ako se radi o aparatima i terminalnoj opremi). Ovaj pokazatelj se smisleno može tumačiti samo ako se poredi sa sličnim preduzećima u branši.

Zbog specifične prirode zaliha telekom-operatora i njihove heterogenosti (mrežna oprema, materijal, terminalna oprema), mišljenja smo da ovaj pokazatelj nije od suštinske koristi u finansijskoj analizi, odnosno smatramo da je bolje staviti zalihe u odnos sa nekim drugim parametrom iz poslovanja da bi se procenila efikasnost upravljanja zalihama.

Pokazatelj „Prosečan period naplate potraživanja“ zavisi od obrta potraživanja i pokazuje za koliko dana preduzeće u proseku naplati svoja potraživanja od pretplatnika. Povoljnije je da taj period bude što kraći, u praksi je prihvatljivo oko 30 dana.

Koeficijent obrta kapitala pokazuje efikasnost korišćenja vlasničkog kapitala u ostvarivanju prihoda, odnosno koliko prihoda se generiše po jedinici kapitala.

Koeficijent obrta dugotrajne (fiksne, stalne) imovine ukazuje na efikasnost ulaganja u nekretnine, postrojenja i opremu i on je veoma važan za jednu telekomunikacionu kompaniju. Ovaj koeficijent pokazuje koliko uspešno se koristi dugotrajna imovina preduzeća za stvaranje prihoda. Poželjno je koeficijent da bude što veći, što znači da je manje novca kojim se može generisati prihod vezano u dugoročnoj imovini. Njegova opadajuća vrednost može da ukazuje da se preinvestiralo u opremu.

Koeficijent obrta kratkotrajne (obrtne, tekuće) imovine je veoma važan i pokazuje koliko puta se kratkotrajna imovina obrne u toku godine. Njegova vrednost treba da bude što veća.

Koeficijent obrta ukupnih poslovnih sredstava (imovine) pokazuje koliko efikasno se koristi imovina preduzeća odnosno koliko prihoda generiše.

Vrednosti pokazatelja poslovne aktivnosti date su u tabeli 3.3.

Tabela 3.3: Pokazatelji poslovne aktivnosti

Parametar	AOP	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Koeficijent obrta zaliha	202/013	12,99	12,95	13,67	13,27	13,89	14,49
Prosečan period obrta zaliha (u danima)		29	29	27	28	27	26
Koeficijent obrta potraživanja od kupaca	202/016	6,84	6,87	7,09	7,01	6,62	6,33
Prosečan period naplate potraživanja (u danima)		54	54	52	53	56	58
Koeficijent obrta ukupnih obrtnih sredstava	202/012	2,69	2,84	2,50	2,64	2,79	2,70
Koeficijent obrta dugotrajnih (stalnih) sredstava	202/001	0,54	0,54	0,53	0,50	0,48	0,47
Koeficijent obrta stalnih sredstava (kapitala)	202/101	0,77	0,83	0,76	0,69	0,72	0,75
Koeficijent obrta ukupnih poslovnih sredstava (imovine)	202/022	0,43	0,46	0,44	0,41	0,41	0,40

Izvor: Ilustracija autora

Tumačenje izračunatih pokazatelja poslovne aktivnosti: Iz izračunatog vidimo da je koeficijent obrta potraživanja od kupaca odnosno koeficijent obrta zaliha stabilan i ujednačen tokom godina. Koeficijent obrta zaliha treba porediti sa sličnim operatorima da bismo doneli kvalifikovanu ocenu. Prosečan period naplate potraživanja je za domaće uslove vrlo prihvatljiv (manji od 2 meseca), a njegov ponovni rast u poslednje 2 godine može se pravdati ekonomskom krizom i padom platežne moći građana. Koeficijent obrta ukupne imovine je ujednačen prethodnih godina, tj. preduzeće upošljava imovinu bez nekih odstupanja odnosno menadžment ne menja način upravljanja imovinom. Vrednost treba porediti sa drugim operatorima. Koeficijent obrta kratkotrajne (obrtne) imovine treba da bude što veći, a u slučaju Telekoma pokazuje da na jedan dinar obrtne imovine preduzeće generiše prosečno 2,7 dinara prihoda. Prema izračunatom je prilično ujednačen tokom prethodnih godina, ali bi vrednost takođe trebalo porediti sa sličnim telekom-operatorima. Koeficijenti obrta dugotrajne imovine, obrta kapitala i obrta ukupne imovine pretežno su imali trend rasta, što je pozitivno. Ipak, moramo da primetimo da povećanja vrednosti koeficijenata nisu posledica povećanja prihoda nego smanjenja vrednosti dugotrajne imovine, sopstvenog kapitala i ukupne imovine Telekoma. Koeficijent obrta kapitala je osetno veći od koeficijenta obrta imovine zbog dejstva finansijskog leveridža. Radi potpunijeg zaključka, i ove vrednosti treba porediti sa preduzećima iz branše.

3.6.4 Pokazatelji finansijske strukture

Pod finansijskom strukturom podrazumevamo odnos između sopstvenih i pozajmljenih izvora finansiranja (obaveza). Cilj analize finansijske strukture je utvrđivanje solventnosti preduzeća. Solventnost se odnosi na sposobnost preduzeća da izmiruje prispele kamate i svoje dugoročne obaveze. U našem istraživanju, radi što potpunijeg sagledavanja ovog pitanja, obradićemo

jednu proširenu grupu pokazatelja finansijske strukture, prikupljenih iz različite literature i izračunatih u tabeli 3.4.

Prilikom sagledavanja finansijske strukture preduzeća, osim obaveza, najveću ulogu ima ukupna i stalna imovina preduzeća. Imovina preduzeća je osnovni generator prihoda i novčanog toka iz koga se izmiruju obaveze po osnovu kamata, kredita, zajmova i dividendi. Stalna imovina se često koristi kao hipoteka na zajmove i zato mora da bude pokrivena iz vlastitog kapitala preduzeća.

Za odnos pozajmljenih prema ukupnim izvorima finansiranja ne postoji neka preferirana vrednost i najbolje ga je porediti sa prethodnom istorijom preduzeća i prosekom u grani u kojoj preduzeće posluje. U praksi se smatra prihvatljivim da se preduzeće do 50% finansira iz pozajmljenih izvora. Visok racio duga prema imovini nosi veći rizik naročito na tržištima na kojima rastu kamatne stope.

Koeficijent pokrića kamate pokazuje sposobnost preduzeća da pokrije troškove prispelih kamata. Veća vrednost ovog koeficijenta znači manji rizik za podmirenje obaveza po dospelim kamatama. *Pokrivenost ukupnih obaveza NNT-om iz poslovanja* treba da bude što veća, poželjno sa minimalnom stopom 0,2. To znači da se smatra prihvatljivim da preduzeće za 5 godina (recipročna vrednost 0,2!) vrati sve dugove iz redovnog poslovanja.

Stepen pokrivenosti dugotrajne imovine dugoročnim izvorima ima utemeljenje u tzv. zlatnom bankarskom pravilu. Poželjno je da se dugotrajna imovina preduzeća u celosti finansira dugoročnim izvorima (sopstvenim kapitalom), tako da vrednost ovog koeficijenta treba da bude oko 1.

Koeficijent finansijske strukture pokazuje u kojoj meri je preduzeće oslonjeno na pozajmljene kratkoročne i dugoročne izvore finansiranja. Ako je koeficijent veći od 1, to znači da je učešće obaveza u finansijskoj strukturi preduzeća značajno. Ovaj koeficijent odnosi se na efekat finansijskog leveridža na poslovanje preduzeća.

Koeficijent finansijske stabilnosti bi trebao biti manji od 1, što znači da se iz dela dugoročnih izvora finansira ne samo dugotrajna (stalna) nego i kratkotrajna (obrtna) imovina, što je pogodno za preduzeće. Ukoliko je ovaj pokazatelj veći od 1, to znači da preduzeće za podmirenje dugotrajne imovine angažuje i kratkoročna, likvidna sredstva, što je nepovoljno i može dovesti u pitanje izmirenje tekućih (kratkoročnih) obaveza preduzeća. Zbog toga se ovaj pokazatelj može posmatrati i kao pokazatelj likvidnosti.

Tabela 3.4: Pokazatelji finansijske strukture

Parametar	AOP	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Odnos pozajmljenih prema ukupnim izvorima finansiranja (Racio zaduženosti, Debt ratio)	111/124	0,42	0,42	0,50	0,37	0,41	0,45
Odnos obaveza i sopstv. kapitala (Debt-to-Equity-Ratio)	111/101	0,75	0,74	1,02	0,60	0,72	0,86
Racio pokrića obaveza NNT-om iz poslovanja	311/111	0,34	0,36	0,27	0,44	0,37	0,30
Koeficijent pokrića kamate	213/667	7,65	5,46	4,65	12,08	10,43	6,31
Koeficijent finansijske stabilnosti	001/ (101+113)	1,10	1,21	1,13	1,17	1,09	1,10
Faktor zaduženosti (u godinama)	111/ (229+661)	2,55	2,53	3,65	2,00	2,68	3,04
Koeficijent finansijske strukture (finansijski leveridž)	024/101	1,75	1,74	2,02	1,60	1,72	1,86
Koeficijent pokrića dugotrajne imovine	101/001	0,73	0,68	0,61	0,76	0,68	0,63

Izvor: Ilustracija autora

Tumačenje izračunatih pokazatelja finansijske strukture: Odnos pozajmljenih prema ukupnim izvorima finansiranja malo varira tokom godina, ali u proseku preduzeće sa oko 42% pozajmljenih sredstava finansira aktivu. To je pozitivno za stabilnost (i solventnost) preduzeća, jer se finansira pretežno iz sopstvenih izvora i ne može se smatrati prezaduženim. Međutim, u takvim uslovima poslovanja rast i razvoj preduzeća u oblasti telekomunikacija može biti malo sputan. Odnos obaveza i sopstvenog kapitala je pokazatelj mogućeg zaduživanja. U konzervativnom pristupu, taj odnos bi trebao biti najviše 1:1, ali se u savremenim uslovima poslovanja dozvoljava da pozajmljeni kapital dominira u odnosu na sopstveni. Po vrednosti ovog pokazatelja, koja je manja od 1 (u 2014-oj 0,75), preduzeće se smatra kreditno sposobnim i solventnim. Racio pokrića obaveza NNT-om iz poslovanja konstantno ima vrednosti veću od poželjnih 0,2, stoga možemo zaključiti da preduzeće ima snažan sopstveni kapacitet za vraćanje obaveza. Koeficijent pokrića kamate ima sasvim zadovoljavajuću vrednost i rastući trend. Koeficijent finansijske stabilnosti konstantno ima vrednost veću od 1, što pokazuje da se za podmirenje dugotrajne imovine sve više angažuju i kratkoročna sredstva, što implicira probleme sa likvidnošću (koja je, videli smo već, evidentna). Vrednosti finansijskog leveridža ukazuju na značajno učešće pozajmljenih izvora u finansiranju poslovanja preduzeća. Ovo samo po sebi ne mora biti loše ako se preduzeće razvija i napreduje. Dugotrajna imovina nema dovoljno pokriće u dugoročnim izvorima čime nije ispoštovano zlatno bankarsko pravilo, ali evidentno je da je to „opredeljenje“ u poslovnoj politici preduzeća već duži niz godina.

Možemo da zaključimo da preduzeće Telekom Srbija sposobno da izmiruje dugoročne obaveze i prispele kamate i ne spada u visoko zadužena preduzeća, ali ima probleme sa sopstvenom solventnošću i efikasnošću korišćenja dugoročno pozajmljenih sredstava. Sve više se za servisiranje dugoročnih obaveza poseže za likvidnim sredstvima odnosno gotovinom, što je izrazito nepovoljno za preduzeće.

3.6.5 Pokazatelji rentabilnosti (profitabilnosti)

Generalno, pokazatelji rentabilnosti (uspešnosti, profitabilnosti) predstavljaju odnos dobitka i nekog oblika sredstava preduzeća. Dobitak ili gubitak preduzeća, kao razlika njegovih prihoda i rashoda, posledica su načina korišćenja sredstava i izvora finansiranja (aktive i pasive) preduzeća. Efikasno korišćenje sredstava i izvora garantuje dobitak, u suprotnom sledi gubitak, stoga je važno taj dobitak (gubitak) staviti u relaciju sa sredstvima koja su angažovana za njegovo stvaranje.

Procenat prinosa na imovinu odnosno kapital predstavlja iznos dobitka na 100 novčanih jedinica uloženih u imovinu odnosno kapital preduzeća. Zaduživanje je opravdano do trenutka dok je prinos na ukupnu imovinu veći ili jednak prosečnim troškovima pozajmljenog kapitala (*videćemo kasnije da to nije slučaj u poslovanju Telekomu Srbija*).

Tabela 3.5: Pokazatelji rentabilnosti (profitabilnosti)

Parametar	AOP	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Stopa neto dobitka (neto margina)	229/201	19,7%	17,7%	12,7%	25,5%	18,4%	18,3%
Stopa poslovnog dobitka (bruto margina)	213/201	17,9%	19,1%	22,3%	22,4%	24,3%	24,6%
Stopa prinosa na poslovna sredstva (Return On Assets - ROA)	213/022	7,9%	8,5%	9,6%	9,3%	9,9%	9,9%
Stopa prinosa na sopstveni kapital (Return On Equity – ROE)	229/101	15,2%	14,8%	9,7%	17,6%	13,4%	13,7%

Izvor: Ilustracija autora

Tumačenje izračunatih pokazatelja rentabilnosti (profitabilnosti): Sračunati pokazatelji i njihove pozitivne vrednosti ukazuju da je Telekom Srbija posluje pozitivno tj. sa dobitkom. Neto margina oscilira tokom godina, ali ima trend rasta u poslednje tri godine (2012-2014.). Bruto margina ima trend stalnog opadanja – za 6 godina pad za četvrtinu početne vrednosti! To znači da prihod stagnira i da se Telekom sve teže bori sa troškovima poslovanja. Stopa prinosa na imovinu (ROA) takođe beleži stalan pad, dok stopa prinosa na kapital (ROE) istovremeno beleži pozitivan skok. Tokom analiziranog perioda, stopa ROA se može smatrati relativno stabilnom, dok stopa ROE beleži velike oscilacije usled promena u vrednosti kapitala. Radi potpunijeg zaključka, vrednosti ROA i ROE treba porediti sa preduzećima iz branše. Takođe, stopu ROE treba porediti i sa troškovima kapitala.

3.6.6 Pokazatelji tržišne vrednosti preduzeća

Pokazatelji tržišne vrednosti mogu biti od koristi investitorima i trgovcima na berzi. Na osnovu tabele iz priloga 1 i raspoloživih podataka, izračunati pokazatelji tržišne vrednosti dati su u tabeli 3.6.

S obzirom da akcije kompanije „Telekom Srbija“ a.d. (ukupno jedna milijarda sopstvenih akcija) nisu listirane na berzi, ne može se odrediti njihova tržišna vrednost. Stoga ćemo ostati uskraćeni za vrednost i analizu pojedinih pokazatelja za čije izračunavanje nam je neophodna tržišna vrednost akcija. Samim tim ne možemo izračunati ni trenutnu tržišnu vrednost kompanije na osnovu finansijskih pokazatelja.

Tabela 3.6: Pokazatelji tržišne vrednosti

Parametar	AOP	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Neto dobitak po akciji (din.)	229/A	16,88	15,33	11,25	22,27	15,79	15,55
Dividenda po akciji (din.)	333/A	1,76	5,50	11,14	4,74	6,66	3,90
Pokazatelj isplate dividende	333/229	10,4%	35,9%	99,0%	21,3%	42,2%	25,1%
Knjigovodstvena vrednost po akciji (din.)	102/A	100,01	100,01	100,01	82,52	82,52	82,52

Izvor: Ilustracija autora

Tumačenje izračunatih pokazatelja tržišne vrednosti preduzeća: Telekom redovno isplaćuje dividendu, što je odlično za akcionare, ali veći deo dobiti uglavnom zadržava, što je dobro za preduzeće. Prosečna vrednost neto dobitka po akciji u prethodnih 6 godina iznosi 16,1 dinar po akciji, a prosečno isplaćena dividenda po akciji iznosi 5,6 dinara. Poznato je da stabilna preduzeća veći deo dobiti daju akcionarima kroz dividende, dok preduzeća u ekspanziji veći deo dobiti ulažu u investicije i dalji rast. Činjenica da je država većinski vlasnik verovatno presudno utiče na varijabilnu politiku raspodele dividendi, mada uticaj imaju i dugovanja prema poveriocima. Prosečno je u analiziranom periodu 39% dobiti podeljeno na dividende, što možda i nije onoliko koliko se u javnosti misli da država kao većinski vlasnik uzima (misli se da država uzima više!).

3.6.7 DuPont analiza

DuPont analiza razlaže stopu prinosa na kapital na izvestan broj faktora koji utiču na nju. Za trokomponentnu DuPont formulu, ti faktori su: (1) stopa neto dobiti ili neto margina, koja pokazuje profitabilnost dobara i usluga, ali i kako preduzeće upravlja troškovima; (2) koeficijent obrta imovine, koji pokazuje efikasnost korišćenja imovine u generisanju prihoda,

i (3) stepen zaduženosti preduzeća, koji pokazuje kako se koristi efekat leveridža. Originalna DuPont jednačina glasi²¹:

$$ROE = \frac{Neto\ dobitak}{Poslovni\ prihodi} \times \frac{Poslovni\ prihodi}{Poslovna\ imovina} \times \frac{Poslovna\ imovina}{Kapital}$$

U slučaju Telekoma Srbija, DuPont analiza daje sledeći rezultat:

Tabela 3.7: Rezultati DuPont analize

Parametar	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Stopa neto dobitka (neto margina)	19,7%	17,7%	12,7%	25,5%	18,4%	18,3%
Koeficijent obrta poslovnih sredstava	0,43	0,46	0,44	0,42	0,41	0,40
Stopa prinosa na poslovna sredstva (Return On Assets - ROA)	8,5%	8,2%	5,6%	10,6%	7,5%	7,4%
Koeficijent finansijske strukture (ratio zaduženosti, finans. leveridž)	1,75	1,74	2,02	1,60	1,72	1,86
Stopa prinosa na sopstveni kapital (Return On Equity – ROE)	14,8%	14,2%	11,3%	17,0%	12,9%	13,7%

Izvor: Ilustracija autora (stavke iz bilansa su u hiljadama dinara)

Tumačenje: Možemo zaključiti da u slučaju Telekoma Srbija, na osnovu DuPont analize, stopu prinosa na kapital (ROE) najviše diktira stopa neto dobitka tj. neto margina. Značajnog prostora za unapređenje (bolje upravljanje imovinom) ima u domenu obrta poslovnih sredstava, bez obzira što telekomunikacione kompanije generalno ne karakteriše veliki obrt poslovnih sredstava. Vrednost racia zaduženosti (veća od 1) pokazuje da se preduzeće godinama unazad prilično oslanja na pozajmljena sredstva i obilato koristi efekat finansijskog leveridža. Efekat leveridža je značajan, ali njegov uticaj će se narednih godina verovatno smanjivati, naročito imajući u vidu rizik promene kursa valute koji je u Srbiji značajno prisutan. Iz analiziranih izveštaja vidimo da je preduzeće, u godinama nakon uzimanja dugoročnih kredita za širenje u regionu (2007. godine) i otkup sopstvenih akcija (2012. godine), bilo posvećeno smanjivanju zaduženosti. Eventualno novo zaduživanje verovatno će zavisiti o povoljnosti uslova i makro-ekonomske situacije u Srbiji narednih godina. Sa druge strane, povećanje neto margine u narednim godinama zavisice pre svega od umešnosti menadžmenta da kontroliše troškove, jer su mogućnosti za povećanje prihoda na već pomalo zasićenom srpskom tržištu minimalne.

Generalno posmatrano, telekomunikacije su kapitalno intenzivna delatnost sa relativno niskim obrtom. Stoga je logično da porast ROE pretežno zavisi od povećanja neto profitne margine. Veća neto margina ne mora obavezno da bude i rezultat boljeg upravljanja kompanijom. Iako korišćenje efekta finansijskog leveridža podiže vrednost ROE, treba reći da je finansijski

²¹ Stanišić Nemanja, Analiza finansijskih izveštaja (September 27, 2013), str. 77. Dostupno na SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2332096> (datum pristupa: 22.06.2014.)

leveridž „mač sa dve oštrice“. Sa njegovim korišćenjem (povećanjem) valja biti oprezan, da kompanija ne uđe u zonu prevelike zaduženosti, snižavanja kreditnog rejtinga i povećanih troškova daljeg zaduživanja.

3.6.8 Komparativna DuPont analiza

U tabeli 3.8 dat je pregled profitnih karakteristika telekom-operatora iz bivših jugoslovenskih država za 2012. i 2013. godinu. Za poređenje smo koristili podatke iz javno dostupnih finansijskih izveštaja kompanija istog „pedigrea“ (bivši i sadašnji državni operatori) i iste strukture delatnosti (fiksno-mobilni operatori), koje posluju u susednim državama: Hrvatskog Telekom, BH Telekom i Crnogorskog Telekom. Telekom Srbija i BH Telekom su u vlasništvu države, dok su HT i CGT u vlasništvu privatne kompanije Deutsche Telecom.

Tabela 3.8: Rezultati komparativne DuPont analize

DuPont analiza		BH Telekom		Hrvatski Telekom		CG Telekom		Telekom Srbija	
Parametar	AOP	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012
Stopa neto dobitka (neto margina)	229/201	20,9%	21,9%	21,9%	23,6%	17,3%	17,5%	17,7%	12,7%
Koeficijent obrta poslovnih sredstava	201/022	0,45	0,46	0,51	0,54	0,55	0,57	0,46	0,44
Stopa prinosa na poslovna sredstva (Return On Assets - ROA)	229/022	9,4%	10,0%	11,2%	12,8%	9,5%	9,9%	8,2%	5,6%
Koeficijent finansijske strukture (ratio zaduženosti, finansijski leveridž)	022/101	1,15	1,15	1,18	1,19	1,20	1,18	1,74	2,02
Stopa prinosa na sopstveni kapital (Return On Equity – ROE)	229/101	10,7%	11,5%	13,2%	15,2%	11,4%	11,7%	14,2%	11,3%

Izvor: Izrada autora

Tumačenje: U poređenju sa ostalim kompanijama, Telekom Srbija ima pristojnu stopu prinosa na kapital, ali sa najvećom varijacijom. Na osnovu vrednosti koeficijenta obrta poslovnih sredstava možemo da zaključimo da preduzeća u vlasništvu nemačkog Telekom (T-HT i CG Telekom) bolje upravljaju imovinom u odnosu na državne BH Telekom i Telekom Srbija. Iako primerna, neto margina Telekom Srbija je manja od neto margine ostalih- Samo kod Telekom Srbija u posmatrane 2 godine imamo veliku razliku u vrednosti neto margine, što može značiti da ostali bolje kontrolišu troškove, ali i posluju na tržištima sa stabilnom valutom. Telekom Srbija koristi efekat finansijskog leveridža u mnogo većoj meri od ostalih „telekoma“ - ostali leveridž koriste na međusobno sličan način i imaju dosta prostora da podignu njegov nivo uticaja na ROE. Drugim rečima, ostale kompanije su slabo zadužene. Iako stopa ROE Telekom Srbija ne zaostaje u odnosu na ostale, primetno je da mu je stopa prinosa na imovinu ROA značajno niža, što je činjenica koja jasno i očigledno dovodi u pitanje rad i efikasnost menadžmenta Telekom Srbija.

3.7 Rezime finansijske analize

Preduzeće „Telekom Srbija“ za svoje poslovanje pretežno koristi eksterno pozajmljena sredstva, što smanjuje njegovu finansijsku stabilnost oličenu u likvidnosti i solventnosti. Činjenica da sopstvena imovina preduzeća generiše nizak prihod može da znači da se imovinom preduzeća loše upravlja odnosno da se neefikasno koristi. Pouzdanije odgovore bi svakako našli poređenjem sa drugim telekom-operatorima, naročito za pokazatelje finansijske strukture, rentabilnosti (profitabilnosti) i poslovne aktivnosti. Zavisnost od pozajmljenih izvora, smanjena likvidnost koja može da utiče na odnos prema dobavljačima, neefikasno korišćenje sredstava, aktuelna situacija na tržištu telekomunikacionih usluga (pad prihoda, privredna kriza i velika konkurencija), poremećaji u finansijskoj strukturi koji se ogledaju u konstantnom narušavanju finansijske ravnoteže, dominacija kratkoročnih nad dugoročnim izvorima finansiranja, svakako su faktori koji mogu nepovoljno da utiču na poslovanje Telekomu u budućnosti, iako je on u načelu stabilno, profitabilno preduzeće koje prilično dobro upravlja novčanim tokom čime i uspeva da održi kratkoročnu likvidnost.

S obzirom da dominiraju ulaganja u stalnu imovinu, petogodišnji pad u stavki „nekretnine, postojenja i oprema“ za 20% i pad u „nematerijalnoj imovini“ za 46% (prilog 3 - trend analiza) je zabrinjavajući sa stanovišta modernizacije mreže – da li se dovoljno ulaže? To može imati dalekosežne štetne posledice u budućnosti, naročito u domenu troškova, imajući u vidu visoku konkurentnost telekom-sektora i njegovu izraženu inovativnu prirodu poslednjih godina.

Činjenica da Telekomu u prethodnih 5 godina sve više nedostaje neto obrtni kapital (NOK) (konstantan „minus“) implicira da se ulaganja u stalnu imovinu sve više finansiraju i iz kratkoročnih izvora. To potvrđuje i vrednost izračunatog koeficijenta finansijske stabilnosti, koji ima nepovoljan trend rasta. Međutim, ono što amortizuje ovaj poremećaj u finansiranju su viškovi gotovine iz poslovne aktivnosti koji su više nego dvostruko veći od odliva usled investicionih aktivnosti.

Komparativna DuPont analiza pokazuje da Telekom Srbija, u „kratkom“ poređenju sa sličnim operatorima, po rezultatima nije baš na vrhunskom nivou, naročito u segmentu upravljanja.

4 ANALIZA FINANSIJSKE STABILNOSTI Telekoma Srbija a.d.

Procenom stepena uspešnosti preduzeća i njegove finansijske snage utvrdićemo da li postoje potencijali za prevare i manipulacije u finansijskim izveštajima. U tu svrhu na preduzeće predmet naše analize primenićemo najpoznatije metode za procenu finansijskog zdravlja i finansijske stabilnosti: Altmanov Z-skor model, Kralicekov DF model, Kralicekov QuickTest model i BEX model.

Za detekciju anomalija i manipulacija u finansijskim izveštajima koristićemo sledeće modele preventivne forenzičke analize: analizu kvaliteta finansijskih izveštaja, Beneish-ov M-skor model i Piotroski F-skor fraud analizu. Pomenute preliminarne odnosno preventivne analitičke metode koriste se za otkrivanje domena i segmenata visokog rizika od prevara poređenjem i analizom odnosa između stavki u finansijskim izveštajima.

4.1 Altmanov Z-skor model

S obzirom da smo ratio analizom utvrdili da preduzeće „Telekom Srbija“ a.d. ima problem sa likvidnošću odnosno ispunjavanjem finansijskih obaveza sa rokom dospeća do godinu dana (kratkoročne obaveze), analiziraćemo i situaciju sa plaćanjem obaveza na srednji i duži rok.

Altmanov Z-skor model, razvijen u drugoj polovini dvadesetog veka u SAD, služi za procenu srednjoročnih i dugoročnih kreditnih performansi preduzeća. Autor modela Edward Altman bio je profesor finansija na Univerzitetu Njujork. Z-skor model se najviše koristi za predviđanje bankrotstva odnosno za procenu finansijskog položaja i boniteta preduzeća. Za njegovo izračunavanje koristi se pet finansijskih odnosa (pokazatelja) i to:

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

Formula za izračunavanje vrednosti Z-skora glasi:

$$Z = 1,2 \cdot X1 + 1,4 \cdot X2 + 3,3 \cdot X3 + 0,6 \cdot X4 + 1,0 \cdot X5$$

Vrednost Z-skora tumači se na sledeći način:

- Z skor $\geq 2,99$, preduzeće sa zdravim poslovanjem, tj. ima dobre kreditne performanse;
- $1,81 < Z \text{ skor} < 2,99$, preduzeće posluje u sivom (rizičnom) području, ima minimalne kreditne performanse, i
- Z skor $\leq 1,81$, preduzeće je pred bankrotstvom, nema dobre kreditne performanse.

Izračunavanjem vrednosti promenljivih X1-X5 može se utvrditi u kom segmentu je kompanija podbacila²²: u poslovnoj aktivnosti (na osnovu X1 i X3), u sferi finansiranja (na osnovu X2 i X4) ili u sferi profitabilnosti (na osnovu X5).

Preduzeće „Telekom Srbija“ nije listirano na berzi, što znači da je njegova tržišna vrednost kapitala nepoznata (parametar X4). Stoga ćemo za određivanje finansijskih zona sigurnosti koristiti formulu koja se primenjuje za preduzeća koja nisu listirana na berzi²³.

$$Z' = 0,717 \cdot T1 + 0,847 \cdot T2 + 3,107 \cdot T3 + 0,42 \cdot T4 + 0,998 \cdot T5,$$

gde su ratio brojevi Tn definisani kao:

- T1= Neto obrtna sredstva / Poslovna imovina
- T2 = Neraspoređeni dobitak / Poslovna imovina
- T3 = EBIT / Poslovna imovina
- T4 = Kapital / Ukupne obaveze
- T5 = Poslovni prihodi / Poslovna imovina

Promenljiva T1 se odnosi likvidnost, T2 na akumuliranu zadržanu profitabilnost, T3 na profitabilnost, T4 na leveridž odnosno zaduženost, a T5 na obrt poslovne imovine.

Za procenu finansijske sigurnosti preduzeća koriste se vrednosti :

- $Z' > 2,90$ – preduzeće posluje dobro, stabilno, u „bezbednoj“ zoni;
- $1,23 \leq Z' \leq 2,90$ – preduzeće posluje u „sivoj“ zoni, potrebna su poboljšanja;
- $Z' < 1,23$ – preduzeće posluje loše, „problematična“ zona.

Na osnovu izračunatog Z'-skora može se izračunati i verovatnoća stečaja, po formuli:

$$P = 1 - \frac{e^{Z'}}{1 + e^{Z'}}$$

Analiza i kalkulacija Z-skora preduzeća Telekom Srbija a.d. Beograd, data je u tabeli 4.1.

²² Knežević Goranka (2007), „Analiza finansijskih izveštaja“, Univerzitet Singidunum, Beograd, str. 156

²³ Stanišić Nemanja (September 27, 2013), „Analiza finansijskih izveštaja“, str. 67-68. Raspoloživo na SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2332096> (datum pristupa 22.06.2014.)

Tabela 4.1: Z-score preduzeća „Telekom Srbija“ ad Beograd

<i>u hiljadama dinara</i>	AOP	2010	2011	2012	2013	2014
1. Poslovna imovina	022	209.967.384	210.232.215	202.409.744	187.924.980	199.333.205
2. Obrtna sredstva	012	29.766.482	35.924.013	34.564.529	25.934.635	37.551.798
3. Kratkoročne obaveze	116	44.104.741	60.298.286	53.974.700	54.523.150	54.846.302
4. Neto Obrtna sredstva (2 - 3)		-14.338.259	-24.374.273	-19.410.171	-28.588.515	-17.294.504
5. X1 (4/1)		-0,068	-0,116	-0,096	-0,152	-0,087
6. Zadržani (neraspoređeni) dobitak	108	39.183.365	47.892.112	15.910.105	23.667.395	30.080.667
7. X2 (6/1)		0,187	0,228	0,079	0,126	0,151
8. Zarada prije odbitka kamata i poreza na dobitak (EBIT)	223+667	18.166.799	24.768.878	14.664.393	20.245.668	18.056.396
9. X3 (8/1)		0,087	0,118	0,072	0,108	0,091
10. Kapital	101	122.294.139	131.002.886	100.005.817	107.763.107	114.176.379
11. Ukupne obaveze	111	87.673.245	79.229.329	102.403.927	80.161.873	85.156.826
12. X4 (10/11)		1,395	1,653	0,977	1,344	1,341
13. Prihod od prodaje	202	85.280.888	86.863.661	88.058.336	85.958.349	85.339.207
14. X5 (13/1)		0,406	0,413	0,435	0,457	0,428
Z score		1,369	1,583	1,067	1,353	1,337
Verovatnoća stečaja (%)		20,28%	17,04%	25,59%	20,53%	20,79%

Izvor: Ilustracija autora

Tumačenje finansijske sigurnosti preduzeća prema „Z-skor“ modelu: Posle izračunavanja relevantnih parametara za period od 2010-2014. godine, možemo zaključiti da preduzeće „Telekom Srbija“ a.d., pre svega zbog svojih finansijskih obaveza, posluje na donjoj granici „sive“ zone finansijske sigurnosti. Čak je 2012. godine, usled zaduživanja za kupovinu 20% sopstvenih akcija od dotadašnjeg manjinskog akcionara, preduzeće poslovalo u problematičnoj, „crvenoj“ zoni sigurnosti, sa verovatnoćom stečaja od 25,6%. Po Altmanovom Z modelu, njegov kreditni bonitet možemo oceniti kao nestabilan, sa naglašenim rizikom za vraćanje obaveza, odnosno daleko od zone finansijske sigurnosti. Ovakav zaključak je u suprotnosti sa činjenicom da preduzeće godinama unazad posluje sa značajnom dobiti. Ovo je i dobar primer zašto se finansijski pokazatelji moraju uzeti sa rezervom i analizirati pažljivo uzevši u obzir i druge (nefinansijske) aspekte delovanja preduzeća.

4.2 Kralicekov DF pokazatelj

Za razliku od Altmanovog modela koji se bazira na uzorku američkih preduzeća, model austrijskog profesora Petera Kraliceka, tzv. DF model, zasnovan je na uzorku evropskih preduzeća. DF model služi za identifikovanje krize u preduzeću i ocenu njegove finansijske stabilnosti, a na osnovu izračunatog DF pokazatelja²⁴.

²⁴ Alihodžić Almir (2013), „Testiranje Kralicekovog DF pokazatelja na beogradskoj berzi“, časopis Bankarstvo 3, Beograd, str. 80-82

Jednačina DF pokazatelja glasi:

$$DF = 1,5 \cdot X_1 + 0,08 \cdot X_2 + 10 \cdot X_3 + 5 \cdot X_4 + 0,3 \cdot X_5 + 0,1 \cdot X_6,$$

gde je:

- DF – vrednost diskriminatorske funkcije;
- X_1 = čisti novčani tok (EBIT + amortizacija) / ukupne obaveze;
- X_2 = ukupna imovina / ukupne obaveze;
- X_3 = dobit pre kamata i poreza / ukupna imovina;
- X_4 = dobit pre kamata i poreza / ukupan prihod;
- X_5 = zalihe / ukupan prihod;
- X_6 = poslovni prihodi / ukupna imovina;

Kategorizacija vrednosti DF pokazatelja sa pripadajućom ocenom finansijske stabilnosti preduzeća data je u tabeli 4.2:

Tabela 4.2: Kategorizacija vrednosti Kralicekog DF pokazatelja

Vrednost DF pokazatelja	Ocena finansijske stabilnosti
$DF > 3,0$	Izvrсна
$2,2 < DF \leq 3,0$	Vrlo dobra
$1,5 < DF \leq 2,2$	Dobra
$1,0 < DF \leq 1,5$	Srednja
$0,3 < DF \leq 1,0$	Loša
$0,0 < DF \leq 0,3$	Početna insolventnost
$-1,0 < DF \leq 0,0$	Umerena insolventnost
$DF \leq -1,0$	Izrazita insolventnost

U tabeli 4.3 su prikazane izračunate vrednosti Kralicekovog DF pokazatelja za preduzeće predmet istraživanja.

Tabela 4.3: Izračunate vrednosti Kralicekog DF pokazatelja za Telekom Srbija

KRALICEK DF pokazatelj	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.
X1	0,401	0,532	0,310	0,460	0,406
X2	2,395	2,653	1,977	2,344	2,341
X3	0,077	0,110	0,051	0,092	0,081
X4	0,167	0,235	0,106	0,181	0,173
X5	0,067	0,068	0,064	0,074	0,066
X6	0,409	0,415	0,437	0,460	0,430
DF pokazatelj	2,46	3,35	1,73	2,77	2,53
Ocena finansijske stabilnosti	Vrlo dobra	Izvrсна	Dobra	Vrlo dobra	Vrlo dobra

Izvor: Ilustracija autora

Tumačenje dobijenih rezultata: Prema Kralicekovom DF modelu, finansijska stabilnost Telekoma Srbija je u posmatranim godinama oscilirala od vrlo dobre (2010.) do izvrсне

(2011.), sa osetnim padom do dobre (2012.) i „povratkom“ na vrlo dobru (2013/2014.). Generalno, preduzeće Telekom Srbija se, prema Kralicekovom DF modelu, može okarakterisati kao finansijski stabilno. Ovu činjenicu ćemo iskoristiti u dokazivanju naše druge hipoteze H2.

4.3 Kralicekov QuickTest

Pored DF modela, Kralicek je autor i tzv. QuickTest modela koji služi za procenjivanje finansijske uspešnosti preduzeća i rentabilnosti sredstava²⁵. Ovaj model dobio je naziv po principu „minimalan ulaz – maksimalna informacija“. QuickTest odnosno brzi test definiše 4 pokazatelja, stavljajući u međusobni odnos veličine poznate iz finansijskih izveštaja i ocenjuje ih, prema utvrđenim kriterijumima, ocenama od 1 do 5 (pri tome je ocena 1 najviša, a ocena 5 najlošija). Tim pokazateljima se meri rizičnost zaduživanja, likvidnost, rentabilnost i uspeh.

Pokazatelji Kralicekovog QuickTest-a su:

- K1 = kapital / ukupna pasiva; pokazuje udeo sopstvenog kapitala u ukupnim izvorima finansiranja;
- K2 = (ukupne obaveze – gotovina) / (neto dobitak + amortizacija); pokazuje vreme otplate duga u godinama;
- K3 = EBIT / ukupna aktiva; pokazuje rentabilnost ukupne imovine u odnosu na operativnu dobit;
- K4 = (neto dobitak + amortizacija) / poslovni prihodi; pokazuje udeo gotovinskog toka u poslovnim prihodima;

Način ocenjivanja i kriterijumi Kralicekovog QuickTest-a dati su u tabeli 4.4.

Tabela 4.4: Kriterijumi Kralicekovog QuickTest-a

KRALICEK QUICKTEST pokazatelj		Izvršno (1)	Vrlo dobro (2)	Dobro (3)	Loše (4)	Opasnost od insolventnosti (5)
Koeficijent sopstvenog finansiranja	K1	>30%	≥20%	≥10%	<10%	<0
Vreme otplativosti dugova u godinama	K2	<3	≤5	≤12	≤30	>30
Procenat rentabilnosti ukupnog kapitala	K3	>15%	≥12%	≥8%	<8%	<0
Udeo gotovinskog toka u poslovnim prihodima	K4	>10%	≥8%	≥5%	<5%	<0

Izvor: Ilustracija autora

Izračunate vrednosti pokazatelja Kralicekovog QuickTest-a za preduzeće koje je predmet ovog istraživanja dati su u tabeli 4.5.

²⁵ Alihodžić Almir (2013), „Testiranje Kralicekovog DF pokazatelja na beogradskoj berzi“, časopis Bankarstvo 3, Beograd, str.80-82

Tabela 4.5: Rezultati Kralicekovog QuickTest-a za preduzeće Telekom Srbija a.d.

KRALICEK QUICKEST pokazatelj	2010.		2011.		2012.		2013.		2014.	
	vrednost	ocena	vrednost	ocena	vrednost	ocena	vrednost	ocena	vrednost	ocena
Koeficijent sopstvenog finansiranja	58,20%	1	62,30%	1	49,40%	1	57,30%	1	57,28%	1
Vreme otplativosti dugova u godinama	2,4	1	1,6	1	3,2	2	2,4	1	2,2	1
Procenat rentabilnosti ukupnog kapitala	8,70%	3	11,80%	3	7,20%	4	10,80%	3	9,06%	3
Udeo gotovinskog toka u poslovnom prihodu	38,20%	1	45,40%	1	32,00%	1	36,90%	1	38,95%	1

Izvor: Ilustracija autora

Tumačenje dobijenih rezultata: Prema Kralicekovom QuickTestu, finansijska uspešnost Telekoma Srbija u posmatranim godinama ocenjuje se kao izvrsna. Može se reći da je to u saglasnosti sa ocenom po Kralicekovom DF modelu. Rentabilnost kapitala preduzeća je dobra, sa padom na loš nivo u 2012-oj, što ukazuje da se raspoloživa sredstva u tom periodu nisu koristila na optimalan način.

4.4 BEX model

BEX model (BEX – Business Excellence Model) je model za procenu poslovne izvrsnosti, kao i za prognoziranje uspeha i neuspeha svih preduzeća, nezavisno od toga da li jesu ili nisu kotirana na tržištu kapitala²⁶. To se postiže na osnovu agregatnog pokazatelja koji se naziva BEX indeks. BEX model i BEX indeks su ustanovljeni 2007. godine, na osnovu istraživanja o rezultatima i uslovima poslovanja u privredi Republike Hrvatske u periodu 2000-2006. godine. Autori BEX modela su profesori sa splitskog univerziteta dr Vinko Belak i dr Željana Aljinović-Barać. S obzirom da su uslovi poslovanja u Hrvatskoj veoma slični uslovima u Srbiji, možemo smatrati da primena BEX modela za procenu poslovne snage preduzeća koje je predmet našeg istraživanja (Telekom Srbija a.d.) ima smisla i da može biti relevantna.

BEX indeks pokazuje i procenjuje poslovnu izvrsnost u dve dimenzije – trenutnu (*lagging*) i očekivanu (*leading*). Izračunava se pomoću formule

$$BEX = 0,388 \cdot ex_1 + 0,579 \cdot ex_2 + 0,153 \cdot ex_3 + 0,316 \cdot ex_4,$$

gde su:

- **ex_1 (profitabilnost) = EBIT / ukupna aktiva;** tzv. „tromi“ pokazatelj, nema veliki uticaj na vrednost BEX indeksa;

²⁶ Belak Vinko, Aljinović-Barac Željka (2008), „Tajne tržišta kapitala“, Sinergija doo, Zagreb

- **ex₂ (stvaranje vrednosti) = neto poslovni dobitak / (kapital x cena kapitala);** ako je veći od 1, preduzeće stvara vrednost; ako je manji od 1, preduzeće „jede“ svoju supstancu; *za cenu kapitala obično se koristi vrednost kamate na oročenu štednju (u Srbiji u periodu 2010-2013. između 8 i 12%);*
- **ex₃ (likvidnost) = radni kapital / ukupna aktiva;** nema veliki uticaj na vrednost BEX indeksa, služi za njegovu stabilizaciju kao i ex₁;
- **ex₄ (finansijaska snaga) = 5x(neto dobitak + amortizacija) / ukupne obaveze;** najvažniji indikator u ovom modelu koji pokazuje pokrivenost obaveza slobodnim novčanim tokom iz poslovanja.

Rangiranje poslovne izvrsnosti po BEX modelu i prognoza poslovne budućnosti preduzeća dati su u tabeli 4.6, a generalno se ocenjuje na sledeći način:

- BEX indeks veći od 1 → dobra preduzeća,
- BEX indeks između 0 i 1 → potrebna su unapređenja,
- BEX indeks manji od 1 → ugrožen opstanak preduzeća.

Tabela 4.6: Rangiranje poslovne izvrsnosti i perspektive preduzeća po BEX modelu

Business excellence index (BEX)	Rang poslovne uspešnosti (Business excellence rang)	Prognoza za budućnost
BEX ≥ 6,01 4 godine uzastopno	Svetska klasa	Preduzeće posluje sa vrhunskim rezultatima, što se može očekivati i u naredne 4 godine, ako menadžment nastavi sa unapređenjima
BEX ≥ 6,01	Kandidat za svetsku klasu	Preduzeće posluje izvrsno, što se može očekivati i u naredne 3 godine, ako menadžment nastavi sa unapređenjima
4,01 ≤ BEX ≤ 6	Izvršno	Preduzeće posluje izvrsno, što se može očekivati i u naredne 3 godine, ako menadžment nastavi sa unapređenjima
2,01 ≤ BEX ≤ 4	Vrlo dobro	Preduzeće posluje vrlo dobro što se može očekivati i u naredne 2 godine, ako menadžment nastavi sa unapređenjima
1,01 ≤ BEX ≤ 2	Dobro	Preduzeće posluje dobro, ali su poboljšanja moguća samo ako se pristupi unapređenjima
0 < BEX ≤ 1	Granično područje između dobrog i lošeg	Poslovna uspešnost je pozitivna, ali nije zadovoljavajuća. Potrebna su ozbiljna unapređenja
BEX < 0 (negativan)	Loše	Ugrožena egzistencija. Verovatnoća stečaja veća od 90%. Hitno pristupiti restrukturiranju i unapređenjima, inače će se loše poslovanje nastaviti.

Izvor: Ilustracija autora

U tabeli 4.7 su prikazane izračunate vrednosti BEX pokazatelja i BEX indeksa.

Tabela 4.7: Izračunate vrednosti BEX pokazatelja i BEX indexa za Telekom Srbija a.d.

BEX pokazatelji	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.
ex1- profitabilnost	0,087	0,118	0,072	0,108	0,158
ex2 - stvaranje vrednosti	0,993	1,308	0,865	1,293	0,770
ex3 – likvidnost	-0,068	-0,116	-0,096	-0,152	-0,151
ex4 - finansijaska snaga	1,868	2,503	1,385	1,992	1,961
BEX index	1,19	1,58	0,95	1,40	1,10

Izvor: Ilustracija autora

Tumačenje dobijenih rezultata: Vrednosti pokazatelja ex_2 (<1) ukazuju da u 2010-oj, 2012-oj i 2014-oj godini preduzeće nije stvaralo vrednost. I pored oscilacija (što se poklapa sa Kralicekovim DF modelom), finansijska snaga preduzeća (ex_4) se može okarakterisati kao vrlo solidna. Loša likvidnost dodatno umanjuje poslovnu izvrsnost preduzeća, koja je u celini po BEX modelu ocenjena kao **dobra**, što obezbeđuje kratkoročnu stabilnost poslovanja. Ocena “dobar” je, pri tome, bliža donjoj granici. Ukoliko želi da napreduje i dostigne dugoročniju stabilnost, preduzeće će morati da pristupi značajnim unapređenjima. Iako je Telekom Srbija a.d. jedno od najuspešnijih srpskih preduzeća, BEX model pokazuje da je ono pod aktuelnom državnom upravom ipak daleko od svetske klase.

4.5 Analiza kvaliteta finansijskih izveštaja

Osnovni kvalitet finansijskih izveštaja proverićemo analizom tri odabrana pokazatelja²⁷: kvaliteta prihoda, kvaliteta neto dobitka i Sloan-ove mere manipulacije (*accrual measure*).

Sloan-ova mera manipulacije se izračunava po formuli

$$Sloan\ ACC = \frac{Neto\ dobitak - Free\ Cash\ Flow}{Ukupna\ aktiva}.$$

Vrednost ovog pokazatelja veća od 0,10 ukazuje na moguće manipulacije u finansijskim izveštajima.

Kvalitet prihoda se izračunava po formuli

$$Kvalitet\ prihoda = \frac{Prilivi\ gotovine\ iz\ poslovnih\ aktivnosti}{Prihodi\ od\ prodaje}.$$

Kvalitet neto dobitka se izračunava kao

$$Kvalitet\ neto\ dobitka = \frac{NNT\ iz\ poslovnih\ aktivnosti}{Neto\ dobitak}.$$

Vrednosti kvaliteta prihoda i kvaliteta neto dobitka manje od 1 ukazuju na moguće manipulacije.

Izračunate vrednosti date su u tabeli 4.8:

Tabela 4.8: Izračunate vrednosti za ocenu kvaliteta finansijskih izveštaja Telekoma Srbija a.d.

Racio kvaliteta prihoda i dobiti	2011.	2012.	2013.	2014.
<i>Sloan-ov akrual</i>	0,079	0,057	0,122	0,032
Kvalitet prihoda	1,22	1,22	1,22	1,24
Kvalitet neto dobitka	1,58	2,49	1,86	1,73

²⁷ Knežević Goranka, “Metodologija forenzičke revizije, master studije 2014“, prezentacija sa predavanja

Na osnovu dobijenih rezultata, samo na osnovu vrednosti Sloan-ovog akruala u 2013. godini može se posumnjati da postoje manipulacije u finansijskim izveštajima Telekoma Srbija. Kvalitet prihoda i kvalitet neto dobitka imaju vrednosti koje ne ukazuju na moguće manipulacije.

4.6 Beneish-ov M-skor

Profesor sa američkog Indiana univerziteta Messod Beneish razvio je 1999. godine matematički model koji pomoću 8 promenljivih finansijskih veličina može da otkrije neke anomalije u finansijskim izveštajima i identifikuje da li preduzeće manipuliše prihodima i zaradom²⁸. Svi podaci neophodni za izračunavanja po Beneish-ovom modelu dostupni su u finansijskim izveštajima preduzeća. Zbog toga je ovaj model izuzetno pogodan i popularan za primenu u forenzičkoj reviziji. Izračunati M-skor svojom vrednošću opisuje mogući stepen manipulacije prihodima u predmetnom preduzeću. Ukoliko je vrednost M-skora veća od -2,22, preduzeće se može okarakteristi kao manipulator (npr. M= -1,2 znači da preduzeće manipuliše prihodima). Veća vrednost M-skora znači veću verovatnoću da se manipuliše finansijskim izveštajima tj. da su u izveštajima moguće prevarne radnje.

Beneish-ov M skor se izračunava po formuli

$$M = -4.84 + 0.92 \cdot DSRI + 0.528 \cdot GMI + 0.404 \cdot AQI + 0.892 \cdot SGI + 0.115 \cdot DEPI - 0.172 \cdot SGAI + 4.679 \cdot TATA - 0.327 \cdot LEVI,$$

gde su:

- DSRI = Indeks perioda naplate potraživanja u danima (*Days Sales in Receivables Index*)

$$DSRI = \frac{(Potraživanja_t / Prihodi od prodaje_t)}{(Potraživanja_{t-1} / Prihodi od prodaje_{t-1})}$$

- GMI = Indeks stope poslovnog dobitka (*Gross Margin Index*)

$$GMI = \frac{\left(\frac{Prihodi od prodaje_{t-1} - Nabavna vrednost prodane robe_{t-1}}{Prihodi od prodaje_{t-1}} \right)}{\left(\frac{Prihodi od prodaje_t - Nabavna vrednost prodane robe_t}{Prihodi od prodaje_t} \right)}$$

- AQI = Indeks kvaliteta imovine (*Asset Quality Index*)

$$AQI = \frac{1 - \left(\frac{Obrtna imovina_t + Nekretnine postrojenja oprema_t}{Ukupna aktiva_t} \right)}{1 - \left(\frac{Obrtna imovina_{t-1} + Nekretnine postrojenja oprema_{t-1}}{Ukupna aktiva_{t-1}} \right)}$$

²⁸ Beneish Messod (1999), „The Detection of Earnings Manipulation“, Financial Analyst Journal 24-34

- SGI = Indeks rasta prihoda (*Sales Growth Index*)

$$SGI = \text{Prihodi od prodaje}_t / \text{Prihodi od prodaje}_{t-1}$$

- DEPI = Indeks amortizacije (*Depreciation Index*)

$$DEPI = \frac{\left(\frac{\text{Troškovi amortizacije}_{t-1}}{\text{Troškovi amortizacije}_{t-1} + \text{Nekretnine postrojenja oprema}_{t-1}} \right)}{\left(\frac{\text{Troškovi amortizacije}_t}{\text{Troškovi amortizacije}_t + \text{Nekretnine postrojenja oprema}_t} \right)}$$

- SGAI = Indeks ostalih rashoda (*Sales, General & Administrative expense Index*)

$$SGAI = \left(\frac{\text{Ostali rashodi}_t}{\text{Prihodi od prodaje}_t} \right) / \left(\frac{\text{Ostali rashodi}_{t-1}}{\text{Prihodi od prodaje}_{t-1}} \right)$$

- TATA = Odnos ukupnog akruala i ukupne imovine (*Total Accruals, Total Assets*)

$$TATA = (\text{Neto dobitak}_t - \text{NNT iz poslov. aktivnosti}_t) / \text{Ukupna aktiva}_t$$

- LEVI = Leveridž indeks (*Leverage Index*)

$$LEVI = \frac{\left(\frac{\text{Dugoročna dugovanja}_t + \text{Tekuće obaveze}_t}{\text{Ukupna aktiva}_t} \right)}{\left(\frac{\text{Dugoročna dugovanja}_{t-1} + \text{Tekuće obaveze}_{t-1}}{\text{Ukupna aktiva}_{t-1}} \right)}$$

U svim prethodnim jednačinama t označava tekuću godinu za koju se radi istraživanje, a $t-1$ godinu koja joj prethodi.

Na osnovu podataka poznatih iz finansijskih izveštaja izračunate su vrednosti Beneish-ovog M-skora i prikazane u tabeli 4.9.

Tabela 4.9: Izračunate vrednosti Beneish M-skora za preduzeće Telekom Srbija a.d.

Racia u M skoru	Srednja vrednost za nemanipulatore	Srednja vrednost za manipulatore	2011.	2012.	2013.	2014.
Indeks perioda naplate potraživanja (u danima) DSRI	1,031	1,465	0,981	0,994	1,030	0,996
Indeks stope poslovnog dobitka GMI	1,014	1,193	1,000	1,000	1,000	1,000
Indeks kvaliteta imovine AQI	1,039	1,254	1,005	1,062	1,065	0,974
Indeks rasta prihoda SGI	1,134	1,607	1,019	1,014	0,976	0,993
Indeks amortizacije DEPI	1,001	1,077	0,930	0,947	0,980	0,980
Indeks ostalih rashoda SGAI	1,054	1,041	1,031	1,012	1,058	0,998
Odnos ukupnog akruala i ukupne imovine TATA	0,018	0,031	-0,061	-0,083	-0,070	-0,062
Leveridž indeks LEVI	1,037	1,111	0,903	1,347	0,839	1,001
M skor	≤ -2,22	> -2,22	-2,75	-2,96	-2,73	-2,79

Na osnovu izračunatih vrednosti Beneish-ovog M-skora za period 2011-2014. godine, a koje su manje od referentne vrednosti -2,22, možemo zaključiti da preduzeće Telekom Srbija a.d. u datom periodu **nije manipulisalo** finansijskim izveštajima.

4.7 Piotroski F-skor fraud analiza

Piotroski F-skor uspostavlja devet kriterijuma na osnovu kojih određuje jačinu finansijske pozicije preduzeća. Profesor iz Čikaga, Joseph Piotroski, postavio je 2000. godine kriterijume na osnovu podataka iz finansijskih izveštaja, a iz razloga pronalaženja najboljih i najkvalitetnijih akcija na berzi²⁹. Način izračunavanja Piotroski F-skora i kriterijumi za njegovo izračunavanje³⁰ dati su u tabeli 4.10 zajedno sa izračunatim vrednostima za preduzeće predmet ovog istraživanja.

Tabela 4.10: Izračunavanje Piotroski F-skora za preduzeće Telekom Srbija a.d.

F-skor		Kriterijumi	2011.	2012.	2013.	2014.
Profitabilnost	F1=1	ROA u tekućoj godini pozitivan	1	1	1	1
	F2=1	ROA u tekućoj godini veća od ROA u prethodnoj	0	1	0	0
	F3=1	CFO u tekućoj godini pozitivan	1	1	1	1
	F4=1	CFO veći od poslovnog dobitka	1	1	1	1
Leveridž, likvidnost i izvori sredstava	F5=1	Finansijski leveridž se smanjuje u odnosu na prethodnu godinu	1	0	1	0
	F6=1	Racio tekuće likvidnosti povećan u odnosu na prethodnu godinu	0	1	0	1
	F7=1	Preduzeće nije emitovalo akcije u tekućoj godini	1	1	1	1
Operativna efikasnost	F8=1	Stopa poslovnog dobitka u tekućoj godini veća od iste u prethodnoj	0	0	0	1
	F9=1	Koeficijent obrta imovine u tekućoj godini veći od istog u prethodnoj	1	1	1	0
Piotroski F-skor			6	7	6	6

Izvor: Izrada autora

Ukoliko preduzeće ima F-skor jednak 8 ili 9, karakteriše se kao finansijski jako. Ukoliko je vrednost F-skora 0, 1 ili 2, preduzeće je finansijski slabo. Naše preduzeće - predmet analize ima Piotroski F-skor između 6 i 7.

Dobijeni rezultati pokazuju da preduzeće Telekom Srbija a.d. nije izrazito finansijski jako preduzeće, ali **spada u grupu solidnih, finansijski stabilnih preduzeća**, čije bi akcije, prema Piotroskom, bile atraktivne za trgovinu na berzi, ali ne i preporučljive kao „siguran dobitak“.

²⁹ Piotroski Joseph (2000), „Value investing: The use of historical financial information to separate winners from losers“, Journal of Accounting Research vol.38, pp.1-41

³⁰ <http://www.investopedia.com/terms/p/piotroski-score.asp>

4.8 Rezime analize finansijske stabilnosti

U ovom delu rada cilj nam je bio i da proverimo finansijsku stabilnost preduzeća, imajući u vidu da je godinama unazad profitabilno, ali sa velikim oscilacijama profitne stope. Možemo da zaključimo da sva 4 primenjena modela za procenu finansijske stabilnosti preduzeća pokazuju nedvosmisleno na probleme i slabosti u poslovanju tokom 2012. godine. To je godina kada su pozajmljenim sredstvima otkupljene akcije manjinskog akcionara OTE (20%). Takav potez je očigledno malo uzdrmao finansijsku stabilnost preduzeća. Možemo sa velikim stepenom sigurnosti da zaključimo da Telekom ima sposobnost (mogućnosti) za zaradu, ali su neophodna unapređenja da bi i nadalje preduzeće uspešno poslovalo.

Testirali smo finansijske izveštaje Telekoma Srbija a.d. Beograd u periodu 2011-2014. sa namerom da proverimo njihovu pouzdanost (da li su *fraud*-ulentni) i da li u njima ima indicija za finansijske manipulacije. Ustanovili smo da u analiziranom periodu nije bilo manipulacija u finansijskim izveštajima i da je Telekom po evropskim merilima finansijski prilično stabilno preduzeće.

Prethodnom analizom pokazali smo da se primenom preventivnih forenzičkih metoda mogu dobiti veoma korisne informacije o finansijskom zdravlju preduzeća i njegovoj perspektivi, što može biti od velikog značaja u proceni vrednosti preduzeća, čime ćemo se baviti u narednim poglavljima ovog rada.

5 OSNOVI PROCENE VREDNOSTI PREDUZEĆA

5.1 *Definisanje pojma procene vrednosti preduzeća*

Kao i svaka roba odnosno usluga, i preduzeće ima svoju vrednost. Procena vrednosti preduzeća je prvi korak prilikom prodaje, kupovine, razdvajanja, spajanja, likvidacije i slično, preduzeća.

Osnovna težnja svakog investitora je da mu njegovo ulaganje odnosno kupovina donese korist odnosno dobit. U tom smislu, investitori žele da znaju da li preduzeće koje kupuju i u koje ulažu svoja sredstva zaista vredi i koliko vredi. Predmet procene su uglavnom kapital i obaveze preduzeća, mada predmet procene zasebno mogu biti i nepokretna imovina (zgrade, infrastruktura i zemljište), pokretna imovina (oprema, inventar, nematerijalna ulaganja), *business* delovi preduzeća (komercijalni, proizvodni, uslužni ili investicioni segment). Prodavci i kupci imaju različita gledišta o vrednosti preduzeća – prodavac bi da proda što skuplje, a kupac da kupi što jeftinije. Takođe, svaki kupac različito ocenjuje vrednost preduzeća: nekome je važnije tržište, drugome vrednost brenda, trećem materijalni resursi, četvrtom kvalitet ljudskih resursa, petom mogućnost zarade... Određivanje vrednosti odnosi se na dati vremenski period odnosno trenutak (datum procene) i obavlja se sa informacijama i podacima kojima se raspolaže u datom trenutku.

Vrednost preduzeća jeste njegova sadašnja vrednost zasnovana na očekivanim budućim rezultatima (prihodima) preduzeća odnosno na očekivanoj unosnosti kapitala. Drugim rečima, vrednost preduzeća jednaka je sadašnjoj vrednosti budućih koristi koje će imati vlasnik. U načelu, na osnovu rezultata iz prošlosti, vi možete znati trenutnu vrednost preduzeća, ali veoma je bitno da analizirate i mogućnosti za njegovo buduće poslovanje. Zbog toga se trebaju dobro upoznati aktivnosti datog preduzeća, njegovi proizvodi i usluge, pozicija na tržištu, trendovi i potencijal rasta, organizacija, odnosi i relacije unutar preduzeća (korporativna kultura) i slično.

Procena vrednosti preduzeća zahteva temeljnu analizu i procenu budućeg finansijskog stanja preduzeća, stanja na tržištu, privrednog ambijenta... U tom smislu, ona je mnogo kompleksnija od analize finansijskih izveštaja. Postoji čitav niz nematerijalnih faktora koji mogu uticati na vrednost preduzeća, kao što su npr. renome preduzeća (brend), obučenost zaposlenih, odnosi sa klijentima. Zbog toga je procena vrednosti preduzeća mnogo više od matematike i nauke i često prevazilazi domen rada finansijskih stručnjaka.

Uvođenje hartija od vrednosti izmenilo je istoriju vrednovanja preduzeća. U akcionarskim preduzećima, sopstveni kapital jednak je vrednosti akcija čija se cena formira na tržištu na principu ponude i potražnje. Vrednost imovine preduzeća nema presudan uticaj na vrednost akcija. Bitniji je prinos koji se može očekivati od buduće poslovne aktivnosti preduzeća, uz uslov da smo uzeli u obzir sve činioce od kojih zavisi uspešno poslovanje preduzeća. Na

imovinu se, dakle, gleda kao na budući trošak (rashod), koji će se pokriti očekivanim prihodima.

Vrednost preduzeća se uglavnom razlikuje od prodajne cene i predstavlja subjektivnu ocenu nepristrasnog stručnjaka koju svojim argumentima mogu promeniti i kupac i prodavac. Cena preduzeća je predmet dogovora i nalazi se između donje vrednosti i cene koju je prodavac spreman da prihvati i između gornje vrednosti i cene koju je kupac spreman da plati. U kojoj meri će se prodajna cena kretati ka donjoj ili gornjoj vrednosti zavisi od argumenata oba partnera u pokušajima da smanje odnosno povećaju prodajnu cenu preduzeća. Stoga vrednost preduzeća nikada nije apsolutna ili objektivna, jer prilikom procenjivanja postoje različite mogućnosti i teškoće. U svakom slučaju, vrednost je validna u vremenu i uslovima koje odražava.

Relativnost vrednovanja preduzeća proizilazi iz³¹:

- a) Različitog ambijenta u kojem se obavlja vrednovanje preduzeća;
- b) Konkretne aktivnosti preduzeća, karakteristične po određenom riziku i unosnosti,
- c) Specifičnog društveno-ekonomskog statusa preduzeća.

5.2 *Principi i vrste procene vrednosti*

Prema jednom od najpoznatijih eksperata za oblast procene vrednosti preduzeća, profesoru Damodaranu, postoji nekoliko mitova i istina o proceni vrednosti³². Procena vrednosti nije objektivno određivanje prave vrednosti preduzeća, jer su u principu sve metode procene manje ili više neprecizne. Dobra procena ne znači tačnu procenu vrednosti, jer precizna procena i ne postoji. Smatra se da je bolje koristiti jednostavnije modele za procenu nego one kompleksne.

Vrednost je relativan i često neprecizan pojam³³. Najčešće se misli na pravičnu ili **fer vrednost**, koja podrazumeva dobrovoljnu razmenu uz razuman stepen informisanosti obeju strana, pri čemu se ne radi o određenom kupcu ili prodavcu. **Investiciona vrednost** podrazumeva određenog kupca (budućeg vlasnika), jer se pri određivanju investicione vrednosti uzimaju u obzir i njegovi planovi, a osim kapitala i vrednost obaveza preduzeća. Ukoliko se pretpostavlja da preduzeće nema perspektivu i da će nakon transakcije prestati sa radom, određuje se tzv. **likvidaciona vrednost** preduzeća, kao njegova najniža moguća vrednost. Postoji i **knjigovodstvena vrednost** koja, ako se odnosi na neko sredstvo podrazumeva njegovu nabavnu vrednost umanjenu za amortizaciju, a ako se odnosi na preduzeće odnosno na kapital preduzeća, podrazumeva razliku između ukupnih sredstava i ukupnih obaveza preduzeća, što je predstavljeno u bilansu stanja. **Tržišna vrednost** se definiše kao procenjeni iznos za koji bi predmet kupoprodaje mogao da se razmeni na dan

³¹ Romić L., „Teorija bilansa“, Ekonomski fakultet Subotica, Univerzitet u Novom Sadu, 2003. , str.440

³² Damodaran Aswath, „Investment Valuation“, John Wiley, New York, 1994., p.1.2-1.8

³³ Stanišić Milovan, Stojanović Ljubiša, „Evaluacija i rizik“, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2010., str. 256-259

procene vrednosti između zainteresovanog kupca i zainteresovanog prodavca, pri čemu obe strane poseduju dovoljno informacija i deluju razumno i bez prinude.

Konačan iznos koji na kraju pregovora kupca i prodavca bude isplaćen može se razlikovati od procenjene vrednosti zavisno od pregovaračkih sposobnosti aktera u transakciji, od njihove motivacije, načina plaćanja i ostalih specifičnosti transakcije. Vrednost imovine preduzeća i vrednost preduzeća kao celine se u suštini razlikuje, iz razloga što je vrednost preduzeća određena načinom korišćenja i kombinovanja pojedinih vrsta imovine koju ono koristi u svom poslovanju³⁴. Damodaran kaže da se vrednost preduzeća određuje na osnovu toga koliko ono dobro upravlja postojećim sredstvima i koliko dobro investira u nova sredstva³⁵. Očekivanja potencijalnih kupaca se upravo najviše zasnivaju na tim investicijama u novom, odnosno njihovom kvalitetu i obimu.

Vrednost preduzeća ne treba poistovećivati sa vrednošću kapitala. Vrednost preduzeća (eng. enterprise value, EV) je novčani ekvivalent njegove sposobnosti ostvarivanja poslovne koristi bez obzira na izvor finansiranja. Reč je, dakle, o procenjenoj tržišnoj vrednosti kapitala i obaveza. Sa druge strane, vrednost kapitala (eng. equity value) je procenjena tržišna vrednost kapitala. U teoriji i praksi se procena vrednosti preduzeća poistovećuje sa vrednošću kapitala i u ovom radu biće tako i tretirana. Kod detaljne analize (eng. due diligence), u prvom planu kod procene vrednosti je analiza i procena šireg pravno-ekonomskog položaja preduzeća, a ne samo finansijski položaj i uspeh preduzeća koji proističu iz računovodstvenih izveštaja i podataka³⁶.

5.3 Razlozi za procenu vrednosti preduzeća

Za određivanje vrednosti preduzeća veoma je važna svrha i cilj procene i razvojna faza u kojoj se preduzeće nalazi (početna faza, faza rasta, faza stagnacije, faza nazadovanja). Sa tog stanovišta možemo reći da se *de facto* radi o proceni funkcionalne vrednosti preduzeća, koja je itekako dinamička kategorija³⁷.

Procena vrednosti preduzeća obavlja se u različitim situacijama i zbog različitih poslovnih potreba ili transakcija. Najčešći razlozi odnosno ciljevi procene vrednosti preduzeća jesu:

- Kupovina ili prodaja preduzeća ili nekog njegovog dela,
- Spajanje ili podela preduzeća,
- Restrukturiranje ili likvidacija preduzeća,
- Izlazak preduzeća na berzu,
- Ulaganje u preduzeće (dokapitalizacija),

³⁴ Orsag Silvije, Vrednovanje preduzeća, Infoinvest, Zagreb, 1997, st.15

³⁵ Damodaran Aswath, Korporativne finansije – teorija i praksa, Modus, Podgorica, 2007, str.9

³⁶ Koletnik Franc, Razumijevanje procjene vrijednosti preduzeća, Financing – naučni časopis za ekonomiju 01/10, 2010., str.5-14

³⁷ Isto.

- Pretvaranje potraživanja poverilaca u udeo u kapitalu preduzeća,
- Odobravanje kredita (ili zajma) uz hipoteku na imovinu preduzeća,
- Oporezivanje kapitala i imovine,
- Utvrđivanje vrednosti osiguranja,
- Sudski postupci,
- Procena i/ili podela nasledstva,
- Raspedela akcija
- Ocena uspešnosti rada menadžmenta, i drugi slučajevi.

5.4 Procedura prilikom procene vrednosti

Postupak procene vrednosti preduzeća je posao za nepristrasne i posebno kvalifikovane stručnjake. **Procenjivač** se u postupku određivanja vrednosti preduzeća može pojaviti u ulozi: nezavisnog konsultanta, koji procenjuje vrednost preduzeća; savetnika (kupca ili prodavca), koji utvrđuje vrednost koja je za tog kupca odnosno prodavca najprihvatljivija; posrednika odnosno medijatora, prilikom usklađivanja različitih mišljenja o vrednosti i ceni³⁸. Slično kao revizor, i procenjivač mora biti objektivna i nezavistan, bez obzira na želje svog klijenta. Od procenjivača se takođe zahteva i obučenost, kompetentnost, iskustvo i nepostojanje sukoba interesa.

Posao procene preduzeća podrazumeva veliki broj aktivnosti koje se mogu svrstati u tri kategorije³⁹:

- a) Priprema za procenu,
- b) Izbor i primena metode procene,
- c) Priprema izveštaja o proceni (donošenje zaključka o vrednosti).

U svrhu procene vrednosti bilo kog preduzeća možemo identifikovati šest koraka⁴⁰:

1. Identifikacija ekonomskih prilika i konkurencije na tržištu na kome preduzeće posluje (da li na tržištu ima više konkurenata ili manji broj njih, da li prodaju iste ili slične proizvode, da li tehnologija ima presudnu ulogu u sticanju konkurentske prednosti, koja je dinamika prodaje proizvoda/usluga i sl.)
2. Identifikacija i razumevanje strategije kompanije za sticanje i/ili održanje konkurentske prednosti (šta diferencira preduzeće od konkurencije, da li je postojeći biznis model uspešan i koliko, koje su komparativne prednosti, kako i koliko preduzeće diferencira odnosno segmentira tržište, koja je politika nabavke i distribucije i sl.)

³⁸ Koletnik Franc, Razumijevanje procjene vrijednosti preduzeća, Financing – naučni časopis za ekonomiju 01/10, 2010., str.5-14

³⁹ Mikerević Dragan, „Finansijski menadžment“, Ekonomski fakultet Banjaluka, 2009. godine, str.298

⁴⁰ Wahlen P. James, Baginski P. Stephen, Bradshaw T. Mark, „Financial Reporting, Financial Statements Analysis and Valuation: A Strategic Perspective“, South_Western Cengage Learning, USA, 2011., p.3-7

3. Analiza kvaliteta finansijskih izveštaja preduzeća radi utvrđivanja finansijske pozicije i ekonomskih performansi preduzeća
4. Analiza trenutnih pokazatelja profitabilnosti i utvrđivanje rizika u poslovanju na osnovu informacija iz finansijskih izveštaja
5. Priprema procenjenih tj. budućih projektovanih finansijskih izveštaja (kakvi će biti budući resursi preduzeća, njegove obaveze, investicije, prihodi i troškovi, novčani tok, koji su rizici i moguće konsekvence?)
6. Procena vrednosti preduzeća za određeni vremenski trenutak uz primenu adekvatnih metoda procene (koliko trenutno vredi preduzeće)

5.5 *Pristupi u proceni vrednosti*

Postoje tri osnovna metodološka pristupa za procenu vrednosti preduzeća, i to⁴¹:

- Prinosni pristup,
- Tržišni pristup,
- Troškovni pristup.

Prinosni pristup je verovatno najčešće korišćeni pristup za procenu vrednosti, jer investitorima najbolje ukazuje na mogućnost zarade i isplativost ulaganja. Primenjuje se naročito za preduzeća koja imaju velike poslovne aktivnosti, prepoznatljivu ponudu, stabilno tržište i predvidljive uslove poslovanja. Obuhvata dva metoda: kapitalizovanje ostvarenih rezultata i diskontovanje budućih rezultata.

Kapitalizovanje ostvarenih rezultata se primenjuje ukoliko se očekuje da preduzeće ima stabilnu stopu razvoja u budućnosti. Obuhvata dve metode: kapitalizovanje neto dobiti i kapitalizovanje neto novčanog toka.

Diskontovanje budućih rezultata takođe podrazumeva dve metode: diskontovanje neto novčanog toka i diskontovanje buduće dobiti. Ovaj pristup se koristi u slučajevima kada je moguće projektovati buduće rezultate bez obzira na promenljive uslove u delovanju preduzeća (npr. usled promena na tržištu, reorganizacije i sl.)

Tržišni pristup podrazumeva da se do vrednosti preduzeća dolazi komparacijom sa drugim, sličnim preduzećima u branši. Mora se ipak reći da je u praksi veoma teško pronaći dva slična preduzeća, jer postoje razlike npr. u veličini preduzeća, u prihodima, u rizicima ulaganja, tržištu, kadrovskoj strukturi... Uz tržišni princip mogu se koristiti dve metode: metodu primene multiplikatora i metodu analize transakcija.

Prilikom procene tržišnim pristupom mogu se izabrati različiti multiplikatori: kapital/dobit, kapital/novčani tok, kapital/prihod, kapital/EBITDA i sl. Sa druge strane, da bi koristili metodu analize transakcija moramo obezbediti i analizirati informacije o nedavnoj kupovini

⁴¹ Stanišić Milovan, Stojanović Ljubiša, „Evaluacija i rizik“, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2010., str. 259

ili prodaji sličnih preduzeća, uz uvažavanje razlika između preduzeća sa kojima se vrši poređenje i preduzeća koje je predmet procene.

Troškovni pristup se najviše primenjuje za preduzeća koja su u gubicima ili prestaju sa aktivnostima. Takva preduzeća, koja nemaju poslovnu perspektivu, uglavnom (ras)prodaju osnovna sredstva. Troškovni pristup se preporučuje za procenu malih preduzeća koja nemaju stabilno tržište. Podrazumeva procenu vrednosti preduzeća na osnovu troškova zamene ili reprodukcije njegovih sredstava (kao da se žele obezbediti uslovi za ponovni početak posla). Za to je neophodno odrediti (fer) vrednost ukupne neto imovine (sredstava i obaveza) ili likvidacionu vrednost preduzeća. Iz ovoga se nameću dve metode za određivanje vrednosti: metoda neto imovine i metoda likvidacione vrednosti.

Pored nabrojanih metoda, postoje i druge, kombinovane metode na osnovu kojih je moguće izvršiti procenu vrednosti preduzeća. Opisane metode za procenu vrednosti sistematizovane su u tabeli 5.1.

Tabela 5.1: Izbor metoda za procenu vrednosti⁴²

Pristup	Metod	Varijante metoda
Prinosni	Kapitalizovanje ostvarenih rezultata	Kapitalizovanje dobiti
		Kapitalizovanje neto novčanog toka
		Kapitalizovanje bruto novčanog toka
	Diskontovanje budućih rezultata	Diskontovanje neto novčanog toka
		Diskontovanje buduće dobiti
Tržišni	Multiplikatori ili prethodne transakcije	Cena akcije / dobit
		Cena akcije / prihod
		Cena akcije / akcijski kapital
		Cena akcije / dividende
		Cena akcije / neto imovina
		Cena akcije / bruto novčani tok
Troškovni ili supstitucionalni	Uložena sredstva	Vrednost imovine
		Likvidaciona vrednost
	Ostalo	Višak prinosa
		Formula grane
		Novčani tok prodavca
		Specifični postupci

5.6 Metoda diskontovanog novčanog toka

Kao varijanta prinosnog pristupa, metoda diskontovanog novčanog toka (DNT, eng. DCF=Discounted Cash Flow) je jedna od najčešće korišćenih metoda i primenjuje se u slučajevima kada se budući rezultati mogu projektovati sa razumnim stepenom verovatnoće ispunjenja prognoze i bez uključivanja efekata inflacije. Projektuju se prihodi u budućnosti za period ne kraći od 5 godina, a zatim se primenjuje metoda DNT radi svođenja procenjenih budućih novčanih tokova na sadašnju vrednost. Projekcija budućih rezultata uključuje i proračun tzv. terminalne ili rezidualne (preostale) vrednosti u poslednjoj godini projekcije,

⁴² Stanišić Milovan, Stojanović Ljubiša, „Evaluacija i rizik“, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2010., str. 259

koja se takođe diskontuje na sadašnju vrednost. Na kraju, zbir sadašnje vrednosti budućih rezultata i sadašnje rezidualne vrednosti predstavlja procenjenu vrednost kapitala preduzeća. Ako postoji neizvesnost u pogledu ostvarenja budućih rezultata preporučuje se primena drugih metoda za procenu vrednosti preduzeća.

Primena metode DNT obuhvata⁴³:

- finansijsku analizu preduzeća,
- projektovanje budućih novčanih tokova,
- utvrđivanje diskontne stope i stope stabilnog rasta,
- utvrđivanje vrednosti diskontovanih novčanih tokova i terminalne vrednosti.

Finansijska analiza preduzeća obuhvata analizu podataka iz zvanično objavljenih bilansa stanja i bilansa uspeha za period od najmanje pet prethodnih godina. Svrha finansijske analize je dobijanje informacija za projekcije budućih novčanih tokova.

Slobodan neto novčani tok (FCF, *free cash flow*) se projektuje za period u kome se očekuje njegovo stabilizovanje, ali ne kraći od pet godina. Rezultat projekcije novčanih tokova je neto novčani tok nakon servisiranja dugova, koji predstavlja razliku ukupnih priliva i ukupnih odliva novčanih sredstava iz poslovne, investicione i finansijske aktivnosti preduzeća. Prilivi i odlivi novčanih tokova po pojedinim godinama projekcije se izводе iz prethodno projektovanih bilansa stanja i bilansa uspeha za svaku od godina projekcije. Projekcije se baziraju na postojećem proizvodnom potencijalu preduzeća, bez uključivanja efekata inflacije, uz uvažavanje efekata strateške politike preduzeća, očekivanih uslova na tržištu i očekivanih trendova u grani poslovanja. Relativni odnosi bilansnih pozicija u periodu projekcije ne smeju značajno odstupati od odnosa koji su utvrđeni u postupku finansijske analize. U projekcije se ne uključuju investicije koje mogu značajno da promene prihode preduzeća. Neto novčani tokovi nakon perioda projekcije produkuju tzv. terminalnu (rezidualnu) vrednost preduzeća.

Kao diskontna stopa uobičajeno se koristi tzv. prosečna ponderisana cena kapitala (WACC, weighted average cost of capital), koja predstavlja ponderisani prosek cene sopstvenog kapitala i cene duga nakon efekta poreza. Koristi se za izračunavanje sadašnje vrednosti neto novčanih tokova iz perioda projekcije i sadašnje vrednosti terminalne vrednosti.

Cena sopstvenog kapitala može se izračunati metodom CAPM (Capital Asset Pricing Model) ili metodom „zidanja“. CAPM metoda je primarna metoda u svetskoj praksi, ali se kod nas retko primenjuje zbog nerazvijenog tržišta akcija i nedostatka kvalifikovanih podataka. Razlika između CAPM metode i metode „zidanja“ je u tzv. *Beta* koeficijentu. Beta koeficijent predstavlja meru kretanja vrednosti akcije predmetnog preduzeća u odnosu na promene celokupnog tržišnog portfolia akcija. Veća vrednost Beta znači da su vlasnici akcija izloženi većem sistemskom riziku.

Prema metodi „zidanja“ postoje tri nivoa rizika čijim se sabiranjem dobija/formira diskontna stopa:

⁴³ Leko Vera, Vlahović Aleksandar, Poznanić Vladimir: „Procena vrednosti kapitala – metodologija i primeri“, Beograd, 1997.

- Realna stopa prinosa na ulaganja bez rizika,
- Premija za rizik na ulaganje u preduzeće predmet procene,
- Premija za rizik na ulaganje u Republiku Srbiju.

Stopa bez rizika se, iako nerizična ulaganja realno ne postoje, najčešće povezuje sa kupovinom državnih obveznica. Podrazumeva se da je jedina pretnja naplativosti državnih obveznica bankrot države, što je ipak malo verovatan događaj. Prosečna realna stopa bez rizika u razvijenim zemljama iznosi od 1,3% do 5,9%. Stopu rizika ulaganja u preduzeće određuje procenitelj na osnovu specifičnih nivoa rizika za dato preduzeće. Ukupna stopa rizika ulaganja u preduzeće, u skladu sa domaćim regulatornim okvirima, može se kretati u rasponu od minimalno 5% do maksimalno 25%. Treća komponenta u formiranju cene sopstvenog kapitala je rizik zemlje ulaganja. Za Republiku Srbiju ovu stopu rizika određuje Agencija za privatizaciju.

Specifični nivoi rizika ulaganja u preduzeće su sledeći⁴⁴:

- a) Veličina preduzeća. Analizira se i konkurencija. Monopolski položaj minimizira rizik, a uopšteno, što je manje preduzeće, veći je rizik.
- b) Kvalitet organizacije, menadžmenta i kadrova. Ocenjuje se efikasnost organizacije, kadrovska struktura, postojanje jasne i konzistentne strategije, kompaktnost rukovodstva preduzeća, postojanje „nezamenjivih“ stručnjaka.
- c) Finansijski položaj. Analizira se celokupna finansijska situacija u određenom periodu poslovanja, analiziraju se finansijski pokazatelji (racio analiza) iz revidiranih izveštaja. Ukoliko preduzeće ima uspostavljenu dugoročnu finansijsku strukturu, potreban nivo obrtnih sredstava i nizak stepen zaduženosti, rizik ulaganja u takvo preduzeće je minimalan.
- d) Proizvodno-prodajni potencijal. Analizira se disperzija kupaca, karakteristike tražnje, širina ponude (asortiman), geografska raširenost tržišta, karakteristike proizvoda/usluge, mogućnost supstitucije... Manji broj kupaca uvećava rizik.
- e) Mogućnost pouzdanog predviđanja poslovanja. Značajan faktor su kretanja u grani poslovanja i privredi i okruženju uopšte.

Do sigurnog diskonta u proceni vrednosti dovode sledeći faktori: nedostatak likvidnosti, odlazak ključne/ključnih ličnosti, kompleksnost poslovnog portfolia i usluga, potencijalne obaveze i slično.

Vrednost kapitala preduzeća se na kraju izračunava kao zbir sadašnje vrednosti neto novčanih tokova iz perioda projekcije i sadašnje vrednosti rezidualne vrednosti, a na osnovu utvrđene diskontne stope.

⁴⁴ Slavković Gordana, Diskontovanje novčanog toka kao metoda procene vrednosti u Republici Srbiji i razvijenim zemljama, IR-1/2009, Institut za rudarstvo i metalurgiju, Bor

5.7 Izračunavanje vrednosti preduzeća

Vrednost sopstvenog kapitala preduzeća dobija se kad se od vrednosti celog preduzeća oduzme vrednost njegovih trenutnih obaveza.

Najčešće se za procenu vrednosti telekomunikacionih preduzeća (*cash* mašine) koriste metode zasnovane na slobodnom novčanom toku⁴⁵ (FCF, free cash flow). FCF je jednak razlici neto novčanog toka iz poslovnih aktivnosti i kapitalnih troškova preduzeća. U cilju procene odnosno izračunavanja vrednosti preduzeća, FCF se diskontuje sa ponderisanim prosečnim troškovima kapitala (WACC, weighted average cost of capital) po formuli:

$$EV = \frac{FCF_1}{(1 + WACC)} + \frac{FCF_2}{(1 + WACC)^2} + \dots + \frac{FCF_n + TV_n}{(1 + WACC)^n}$$

gde je: EV = procenjena vrednost preduzeća (*Enterprise Value*); FCF_i = slobodan novčani tok generisan u preduzeću u i-toj godini; TV_n = terminalna vrednost preduzeća u n-toj godini; WACC = diskontna stopa za rizik slobodnog novčanog toka, prosečna stopa troškova kapitala preduzeća.

WACC predstavlja diskontnu stopu koja se koristi za procenu ukupno investiranog kapitala u preduzeće. WACC praktično predstavlja minimalnu stopu povratka investicije koja obezbeđuje rast vrednosti preduzeća. Može se izračunati po formuli:

$$WACC = \frac{E \times R_e + D \times R_d \times (1 - tax)}{E + D}$$

gde su E = vrednost kapitala preduzeća, D = vrednost ukupnog duga (obaveza) preduzeća, R_e = cena kapitala, izračunata pomoću CAPM metode ili metode zidanja, R_d = cena duga, *tax* = stopa poreza na dobit.

Cena duga R_d može se definisati kao tržišna cena duga, odnosno kamata koju preduzeće plaća na pozajmljena sredstva, a koja zavisi od kreditnog rejtinga preduzeća.

Cena kapitala R_e računata po tzv. CAPM modelu (CAPM, Capital Asset Pricing Model) izračunava se po formuli:

$$R_e = R_f + \beta \times R_m$$

gde je R_f = stopa prinosa bez rizika; β = tzv. Beta koeficijent, baziran na podacima sa tržišta za preduzeća iz iste branše ali koji zavisi i od finansijske strukture preduzeća; R_m = premija za rizik ulaganja u privredu zemlje (eng. CERP = *Country Equity Risk Premium*).

Beta koeficijent ukazuje na meru rizika promene cene akcije zavisno od promena na tržištu. Ako je vrednost Beta veća od 1, onda cena akcija reaguje intenzivnije u odnosu na promene na tržištu (rizik je veći); ako je jednaka 1 onda reaguje proporcionalno promenama na tržištu

⁴⁵ Knežević Goranka, „Ekonomsko-finansijska analiza“, Univerzitet Singidunum Beograd, oktobar 2007., str. 104-108

(prosečan rizik), a ako je manja od 1 onda cena reaguje manje intenzivno u odnosu na promene indeksa na tržištu (manji rizik). Beta koeficijent se izračunava na osnovu istorijskih podataka.

Stopa ulaganja bez rizika se izračunava kao razlika između stope prinosa (kamate) na državne obveznice i stope rizika (tj. kreditnog rejtinga) zemlje. Za preduzeća koja se finansiraju i iz duga i iz sopstvenog kapitala (kao što je Telekom Srbija) tzv. Beta koeficijent je veći, a samim tim se veći i WACC.

Terminalna (rezidualna) vrednost preduzeća u n-toj godini može se izračunati po tzv. Gordonovoj formuli:

$$TV_n = FCF_n \times \frac{(1 + g)}{(WACC - g)}$$

gde je g = stopa pretpostavljenog godišnjeg rasta FCF u terminalnoj godini, odnosno stopa uravnoteženog rasta preduzeća.

Poslednja godina perioda za koji se obavlja procena ne predstavlja ujedno i poslednju godinu poslovanja preduzeća. Zbog toga se utvrđuje tzv. terminalna vrednost preduzeća, kao vrednost koja „nastavlja da postoji“ nakon godina projekcije. Terminalnu vrednost je takođe prilikom procene vrednosti preduzeća potrebno diskontovati na sadašnju vrednost.

Koeficijent g se može izračunati po formuli⁴⁶:

$$g = R \times ROE \quad \text{ili} \quad g = P \times T \times ROA,$$

gde je R = stopa zadržanog dobitka, ROE = stopa prinosa na sopstveni kapital, P = stopa neto dobitka, T = odnos ukupne aktive i sopstvenog kapitala, ROA = stopa prinosa na ukupnu imovinu. Smatramo, ipak, da ovako određena vrednost stope uravnoteženog (terminalnog) rasta ne bi bila realna u našim uslovima privređivanja.

5.8 Specifičnosti procene vrednosti telekomunikacionog operatora

Efikasna komunikacija je preduslov za ekonomski razvoj, stoga je važnost pristupa komunikacionim tehnologijama od vitalnog značaja za privredu i biznis. Krajem 20. veka, iz različitih razloga, fiksne telekomunikacije su pokazale prilično skupim, uz ograničenu dostupnost. Istovremeno, razvoj tehnologije poluprovodnika i ekrana uslovio je pad cena mobilnih tehnologija i učinio ih komercijalno dostupnim za široke mase. U poslednjoj dekadi (2001-2010.), otpočela je dominacija mobilnih telekomunikacija u odnosu na fiksne. Najveća ulaganja su u domenu mobilnih komunikacija, iako su i ulaganja u fiksni broadband vrlo privlačna za investitore.

⁴⁶ Knežević Goranka, „Ekonomsko-finansijska analiza“, Univerzitet Singidunum Beograd, oktobar 2007., str. 104-108

Telekomunikacioni operatori danas imaju veliki potencijal za zaradu i to naročito u zemljama koje imaju veću populaciju (veći broj potencijalnih korisnika usluga), koncentrisaniju populaciju tj. veću gustinu naseljenosti, povoljnije klimatske uslove i pogodniji reljef (jeftinija izgradnja i održavanje mreže), niži nivo ekonomsko-političkog rizika, kriminala i korupcije. Operatore, dakle, interesuje da dostignu što veći deo tržišnog učešća sa što manje ulaganja i troškova i da imaju što veći prosečan prihod po korisniku (ARPU). Za ulaganja *telco*-operatora, danas su privlačnija tržišta u razvoju (*emerging, developing markets*) nego već razvijena tržišta (*developed markets*). Razvijena tržišta su prilično zasićena i imaju visok stepen penetracije korisnika.

Telekomunikacije su, sa druge strane, jedan od kapitalno najintenzivnijih biznisa danas – da biste zaradili, morate najpre da uložite u implementaciju telekomunikacione mreže i servisa. Stoga se danas velike *telco*-kompanije radije odlučuju za kupovinu/akviziciju neke manje ili komplementarne kompanije, nego što ulaze na tržišta kroz *greenfield* ulaganja odnosno kao novi operator. U tom slučaju, procena vrednosti ciljnih kompanija u datim uslovima, okruženju i vremenu, uz razmatranje mnoštva faktora koji utiču i mogu uticati na budući biznis, jeste od ključnog značaja.

Najbolja i najčešće korišćena metoda za procenu vrednosti telekomunikacione kompanije je metoda diskontovanja novčanog toka (DCF-Discounted Cash Flow), metoda tržišnih (berzanskih) multiplikatora i poređenje obavljenih transakcija sličnih kompanija u telekom-sektoru.

Kako prilikom korišćenja DCF metode moramo eksplicitno predvideti buduće performanse kompanije koju procenjujemo, procena će biti dobra onoliko koliko je dobra i naša pretpostavka o performansama. Metoda multiplikatora je jednostavnija za primenu i daje brži rezultat, ali moramo ipak imati u vidu razlike između kompanija i razlike na tržištima na kojima posluju. Najčešće korišćeni multiplikacioni koeficijent kod *telco*-operatora jeste EV/EBITDA.

Predmet našeg istraživanja, kompanija Telekom Srbija a.d., nije listirana na berzi. To znači da tržište nije imalo priliku da proceni njenu vrednost, odnosno da proveri realnu zainteresovanost ulagača u akcije Telekoma. Ali, imajući u vidu da je Telekom Srbija kompanija sa dugom tradicijom i poznatom istorijom prihoda i profitabilnosti – preporučena metoda za procenu njene vrednosti bila bi DCF metoda i pored činjenice da, u datim okolnostima ekonomske krize i privredne stagnacije, postoji velika neizvesnost i rizik u pogledu dugoročnije prognoze poslovanja na srpskom tržištu. Taj se rizik povećava usled velike dinamičnosti tržišta telekomunikacionih usluga i tehnologija, što je naročito izraženo u poslednjih desetak godina.

6 PROCENA VREDNOSTI Telekom Srbija a.d.

6.1 Procena metodom diskontovanih novčanih tokova

Procena vrednosti preduzeća Telekom Srbija a.d. metodom diskontovanih novčanih tokova sprovodi se u nekoliko koraka, kako sledi:

- Preuzimanje podataka iz finansijskih izveštaja za prethodne godine (2009-2014.) za izračunavanje slobodnog novčanog toka,
- Izračunavanje prosečne ponderisanog troška kapitala (WACC) kao diskontne stope,
- Procena prihoda i rashoda preduzeća u narednim godinama poslovanja na osnovu finansijskih podataka iz prethodnih godina,
- Projekcija kretanja slobodnih novčanih tokova u narednim godinama i njihovo diskontovanje na sadašnju vrednost pomoću prethodno izračunate stope WACC,
- Izračunavanje terminalne vrednosti budućih novčanih tokova i njeno diskontovanje na sadašnju vrednost,
- Sabiranje rezidualne vrednosti preduzeća sa sadašnjim vrednostima budućih novčanih tokova i dobijanje ukupne sadašnje vrednosti preduzeća (EV- Enterprise Value),
- Izračunavanje vrednosti kapitala preduzeća (Equity Value) oduzimanjem ukupne vrednosti sadašnjeg duga od sadašnje vrednosti preduzeća
- Analiza osetljivosti dobijenih rezultata na promene diskontne stope WACC i promene prognoziranih stopa rasta preduzeća g .

6.1.1 Izračunavanje diskontne stope WACC

Ponderisana stopa prosečnih troškova kapitala (WACC) predstavlja zahtevani minimalni prinos na angažovani kapital. WACC uzima u obzir i udeo sopstvenog kapitala i udeo pozajmljenog kapitala (duga) na prinos. Servisiranje duga ima prednost u odnosu na potraživanja akcionara (vlasnika kapitala), tako da stopa troškova pozajmljenog kapitala treba da bude niža od cene kapitala.

Stopa troškova sopstvenog kapitala (R_e) predstavlja zahtevani minimalni prinos na ulaganja u akcije preduzeća. Ulagači očekuju veću buduću ekonomsku korist od sadašnje vrednosti svog kapitala. Za izračunavanje stope troškova sopstvenog kapitala (R_e) najčešće se koristi tzv. model vrednovanja kapitalne aktive (eng. CAPM – Capital Asset Pricing Model). Ovaj model razvijen je za američko, razvijeno tržište kapitala i zahteva najmanje subjektivnih pretpostavki u proračunu.

Stopa troškova pozajmljenog kapitala (R_d) predstavlja trošak koji preduzeće snosi po osnovu zaduživanja kod finansijskih institucija. Ova stopa zavisi od aktuelnog nivoa kamatnih stopa, od finansijske snage i rizika preduzeća, od makroekonomske situacije u zemlji i obračunava

se uobičajeno kao prosečna kamatna stopa na dugoročne kredite ili dugoročne hartije od vrednosti.

Za utvrđivanje stope poreza na dobit (*tax*) u kalkulaciji WACC-a može se koristiti: (a) nominalna poreska stopa definisana zakonom (u Srbiji 15%), ili (b) efektivna poreska stopa, koja se računovodstveno može izračunati kao količnik plaćenog poreza na dobit i dobitka pre poreza. Usled korišćenja poreskih kredita na osnovu stalnih kapitalnih ulaganja, Telekom Srbija je do sada uvek plaćao manji porez od zakonom propisanog, te je njegova efektivna poreska stopa niža od zakonske poreske stope na dobit. Na osnovu izmena Zakona o porezu na dobit pravnih lica (2013.) nije moguće dalje korišćenje poreskih kredita po osnovu ulaganja u osnovna sredstva. Ipak, dozvoljeno je da narednih godina preduzeća mogu iskoristiti prethodno neiskorišćena odložena poreska sredstva do limita 33% u odnosu na nominalnu zakonsku stopu. To zapravo znači da minimalna stopa poreza na dobit pravnih lica u narednim godinama može biti 10%.

Za izračunavanje diskontne stope WACC korišćeni su podaci iz finansijskih izveštaja. Za utvrđivanje vrednosti WACC potrebno je izračunati trošak kapitala (R_e) i trošak duga (R_d).

Metoda CAPM

Za izračunavanje troškova kapitala korišćimo model vrednovanja kapitalne aktive (CAPM – Capital Assets Pricing Model). Ovaj model u odnosu na druge modele koristi najmanje subjektivnih pretpostavki i zato se najčešće i koristi, naročito na razvijenijim tržištima. Izračunavanje troškova kapitala zahteva sledeće podatke:

- Stopu prinosa na ulaganja bez rizika,
- Beta koeficijent,
- Premiju na rizik ulaganja u akcije (CERP – Country Equity Risk Premium)

Stopa bez rizika predstavljena je tzv. sigurnim ulaganjem, oličenim u ulaganja u državne obveznice. Za stopu bez rizika uzeli smo vrednost prosečne ponderisane kamatne stope na hartije od vrednosti u evrima koje je emitovala Republika Srbija u novembru 2014. godine sa rokom dospeća od 5 (pet) godina u iznosu od 5,00%⁴⁷.

Koeficijent β izračunali smo kao medianu Beta koeficijenata izabranih evropskih telekom-operatora. Vrednost β mediane iznosi 0,83 (prilog 7). Za domaće tržište, koje nema tako intenzivnu trgovinu akcijama, vrednost Beta koeficijenta ćemo malo povećati i zaokružiti na 0,9 – pretpostavićemo da bi vrednost akcija Telekoma bila osetljivija na promenu tržišnog portfolia akcija na berzi, nego što je to slučaj sa akcijama „tržišno dokazanih“ telekom-operatora u Evropi. Dakle, za obračun stope troškova kapitala R_e usvojimo vrednost $\beta=0.9$.

Stopa rizika ulaganja u zemlju uslovljena je procenom kreditnog rejtinga i opštim uslovima poslovanja u Republici Srbiji. Za potrebe naše analize za stopu rizika ulaganja u zemlju

⁴⁷ http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/80/monetarni_sektor/SBMS19.xls

preuzeli smo kvantifikaciju rizika iz međunarodno priznate baze podataka profesora Damodarana⁴⁸ (za Srbiju za 2014. godinu koeficijent CERP iznosio je 12,50%).

Metoda „zidanja“

U radu ćemo demonstrirati i primenu obračuna troška kapitala R_e metodom „zidanja“ kojom se R_e izračunava kao zbir tri osnovne vrste rizika:

- Stope bez rizika,
- Stope rizika ulaganja u zemlju tj. Republiku Srbiju,
- Stope rizika ulaganja u procenjavano za preduzeće

Smatramo da nam dobro poznavanje poslovanja preduzeća i tržišnih uslova omogućava primenu ove metode. Činjenica da akcije Telekoma Srbija nisu na berzi i da Telekom javno ne objavljuje svoje periodične rezultate poslovanja (kvartalne i polugodišnje), možda i favorizuje primenu metode „zidanja“, jer je kretanje cene akcija Telekoma u odnosu na tržišni portfolio akcija potpuna nepoznanica. Sa druge strane, i upoznavanje odnosno poznavanje preduzeća radi detekcije internih rizika može biti veoma relativno, sa velikom dozom subjektiviteta.

Izračunavanje stope rizika ulaganja u preduzeće

Stopa rizika ulaganja u preduzeće tretira pet nivoa poslovno-finansijskih rizika, koji se ocenjuju od 1-5%, tako da minimalna stopa rizika ulaganja u preduzeće može biti 5%, a maksimalna 25%. Procena stope rizika ulaganja u preduzeće predmet procene data je u tabeli 6.1.

Tabela 6.1: Procena stope rizika ulaganja u preduzeće Telekoma Srbija

Kriterijum	Ocena	1	2	3	4	5	%
Veličina preduzeća			*				2
Kvalitet organizacije, kadrova i menadžmenta				*	*		3,5
Finansijski položaj				*	*		3,5
Mogućnost pouzdanog predviđanja poslovanja				*			3
Proizvodno-prodajni potencijal i diversifikacija kupaca		*					1
UKUPNO							13

Izvor: Izrada autora

Smatraćemo da stopa bez rizika (oličena kroz kamatnu stopu na dugoročne državne obveznice) i stopa rizika ulaganja u preduzeće već u sebi uključuju i rizik zemlje, pa se cena troška kapitala metodom „zidanja“ može dobiti kao

$$R_e = 5\% + 13\% = 18\%$$

Proračun diskontne stope WACC dat je u tabeli 6.2.

⁴⁸ <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/ctryprem.xls> (datum pristupa : 17.08.2015.)

Tabela 6.2: Izračunavanje WACC

metoda za Re	CAPM	"zidanje"
Cena sopstvenog kapitala Re	16.25%	18.00%
premija za rizik zemlje ulaganja (CERP)	12.50%	
stopa bez rizika (Rf)	5.00%	5.00%
Beta	0.9	
rizik ulaganja u preduzeće		13.00%
Cena duga Rd (tržište)	12.15%	12.15%
efektivna poreska stopa	10.00%	10.00%
efektivna kamatna stopa za Telekom (prosek 2010-2014.)	12.15%	12.15%
Struktura poslovne imovine		
sopstveni kapital E/(D+E)	56.91%	56.91%
kreditni izvori D/(D+E)	43.09%	43.09%
Prosečna ponderisana cena kapitala (WACC)	13.96%	14.96%

Izvor: Izrada autora

Srpska regulatorna agencija RATEL je za svoje potrebe naručila obračun WACC-a, koji je u junu 2015. godine obavila firma BDO⁴⁹. Izračunate su vrednosti za WACC u opsegu 15,66% do 17,14%. Preduzeće Telekom Srbija je za potrebe sopstvenog troškovnog modela u 2014. godini koristilo vrednost WACC u vrednosti 13,39%⁵⁰.

Primećujemo da se naša izračunata vrednost za WACC nalazi između vrednosti koju koristi Telekom i one koju će koristiti RATEL. Prilikom primene DNT metode u ovom radu koristićemo zaokruženu vrednost stope WACC izračunatu po našem proračunu metodom CAPM (WACC=14%).

Po našoj računici za WACC, vrednost WACC je manja od vrednosti ROE u poslednje 2 godine posmatranog perioda (2009-2014.), što znači da Telekom počinje da stvara vrednost. Bilo je godina u posmatranom periodu kada Telekom nije stvarao vrednost za akcionare, već je radio za kreditore (WACC>ROE). O činjenici da je stopa povrata na kapital ROE trenutno neznatno veća od ponderisane stope troška kapitala (ali ne i od stope R_e !) treba voditi računa prilikom procene vrednosti preduzeća, ali i u strategiji poslovanja.

6.1.2 Pretpostavke za projekciju DNT

Za projekciju kretanja slobodnih novčanih tokova u narednim godinama koristili smo istorijske podatke i stope rasta relevantnih finansijskih kategorija. Pri tome smo vodili računa o faktorima i činjenicama iz naše prethodno obavljene strategijske analize, analize tržišta i

⁴⁹ <http://ratel.rs/upload/documents/WACC%20studija%20za%202014%20-%20Telekom%20Srbija%20-%20jun%202015.pdf> (datum pristupa : 17.08.2015.)

⁵⁰ <http://pretraga2.apr.gov.rs/docRepo/download?xbcd=7100001242946&xrnd=3EE3C6FD1D179C1EC087D8D5B06D0D0C6BB76E6D> (datum pristupa : 29.08.2015.)

makroekonomskih uslova. Ukratko, potencijal za veliki rast preduzeća – predmeta naše analize objektivno ne postoji, ali uslovi za održivi rast i razvoj su vidljivi.

Iako su na razvijenijim tržištima u proteklom periodu, usled pritiska konkurencije i pada cena usluga, telco-operatori preživljavali krizu i osetan pad prihoda i profita na godišnjim nivoima u kontinuitetu (mnogi su beležili i gubitak), u našoj DNT analizi prepostavili smo da Telekom Srbija u narednim godinama na srpskom tržištu neće doživeti sličan scenario. Razlog za našu pretpostavku je slaba kupovna moć građana i relativno mali prosečan prihod po korisniku usluga (ARPU), a u skladu sa tim i slabiji pritisak potencijalnih konkurenata. Na našu pretpostavku može najviše da utiče promena regulatornih uslova i politike, što je u uslovima partijske države i partijskog upravljanja preduzećima malo verovatno.

S obzirom da preduzeće ni u proteklim godinama, kada je došlo do ekspanzije novih telekomunikacionih usluga (ADSL, IPTV), nije beležilo značajan rast prihoda, smatramo da nije realno pretpostaviti značajniji rast prihoda ni u budućnosti. Sa druge strane, zaostavština starih tehnologija u mreži Telekoma Srbija i povećani broj lokacija sa opremom usloviće povećane operativne troškove i sigurno uvećati rashode. Kontrola rashoda biće veliki izazov za menadžment Telekoma u narednom periodu i nadamo se da će se sa tim izazovom uspešno izboriti.

Prepostavili smo da će se amortizacija u narednim godinama zadržati na proseku iz minulih godina iz razloga što je učešće opreme i uređaja u ukupnoj imovini preduzeća značajno, a uz to eksploatacioni vek savremene telekomunikacione opreme je sve kraći. Neminovno je i da se, radi održanja tržišne pozicije i prihoda, kapitalna ulaganja zadrže bar na nivou iz prethodnih godina. Povećanje CAPEX-a verovatno bi zahtevalo nova zaduživanja preduzeća, a s tim i promenu odnosa duga i kapitala odnosno promenu (povećanje) stope WACC. U našoj analizi prepostavili smo da će diskontna stopa WACC ostati nepromenjena, tj. da se odnos duga i kapitala neće drastičnije menjati. U cilju aktivnog delovanja na tržištu, preduzeću će biti potreban obrtni kapital i u tom smislu smo predvideli njegovo povećanje, uz stabilizaciju likvidnosti preduzeća na kraju obračunskog perioda. U pogledu poreza, smatramo da će u prvim godinama projektovanog perioda Telekom koristiti prethodno „obezbeđene“ poreske kredite i u skladu s tim smo računali sa poreskom stopom od 10%, a za kraj računskog perioda računali smo sa zakonom utvrđenom poreskom stopom od 15%.

Na kraju obračunskog perioda od 5 godina prepostavili smo da će preduzeće dugoročno nastaviti da raste po godišnjoj stopi od 1,5% ($g=1,5\%$), što je u skladu sa projektovanim privrednim rastom u Republici Srbiji za taj period.

6.1.3 Procena vrednosti Telekoma metodom DNT

Naše predikcije, koje smo prethodno opisali, kao i primena metode diskontovanja novčanih tokova (DNT) na procenu vrednosti Telekoma Srbija a.d. date su u **prilogu 8** ovog rada.

Konačan rezultat DNT metode za preduzeće Telekom Srbija a.d. dat je u tabeli 6.3.

Tabela 6.3: Konačan rezultat DNT analize za preduzeće Telekom Srbija a.d.

Novčani tok (FCF) poslednje godine (hilj. RSD)	15,702,041
Diskontni faktor WACC	14.00%
Terminalna stopa rasta g	1.50%
Terminalna vrednost (TV) (hilj. RSD)	127,500,577
Sadašnja vrednost terminalne vrednosti (hilj. RSD)	66,219,804
Sadašnja vrednost diskontovanog novčanog toka (hilj. RSD)	52,922,532
Projektovana vrednost preduzeća na dan 31.12.2015. (hilj. RSD)	119,142,336
<i>minus:</i> Ukupan dug na dan 31.12.2015. (hilj. RSD)	83,241,471
<i>plus:</i> Gotovina na dan 31.12.2015. (hilj. RSD)	12,745,242
Projektovana vrednost kapitala na dan 31.12.2015. (hilj. RSD)	48,646,107
Projektovana vrednost preduzeća (mil. €)	992,852.80
Projektovana vrednost kapitala (mil. €)	405,384

Izvor: Izrada autora

Prema rezultatu primenjene DNT metode, procenjena vrednost Telekoma Srbija a.d. na dan 31.12.2015. godine iznosi (zaokruženo) 993 miliona €, a vrednost kapitala, posle oduzimanja vrednosti neto duga, iznosi 405,4 miliona €.

6.1.4 Analiza osetljivosti

U tabeli 6.4 predstavljena je analiza promene vrednosti EV preduzeća zavisno od malih promena diskontne stope WACC i terminalne stope rasta g – tzv. analiza osetljivosti (eng. *sensitivity analysis*). Vrednosti u tabeli date su u evrima. Za male promene vrednosti za WACC i stopu rasta g , uočavamo da bi se vrednost preduzeća kretala u rasponu od 899,913 miliona € do 1,11 milijardi €.

Tabela 6.4: Analiza osetljivosti vrednosti preduzeća Telekom Srbija a.d.

Sensitivity analysis		WACC					
Stopa terminalnog rasta (g)	992,853	12%	13%	14%	15%	16%	17%
	0.0%	1,081,905	998,187	926,447	864,287	809,912	761,946
	0.5%	1,112,035	1,022,881	946,942	881,486	824,482	774,393
	1.0%	1,144,904	1,049,631	969,015	899,913	840,023	787,618
	1.5%	1,180,903	1,078,709	992,853	919,705	856,636	801,696
	2.0%	1,220,502	1,110,429	1,018,677	941,020	874,436	816,713
	2.5%	1,264,269	1,145,171	1,046,748	964,039	893,555	832,766
	3.0%	1,312,899	1,183,386	1,077,370	988,977	914,144	849,965

Izvor: Izrada autora

Ono što takođe možemo zaključiti je da terminalna stopa rasta pri istim prosečnim troškovima kapitala nema značajan uticaj na vrednost preduzeća, pod uslovima koje smo usvojili u našoj projekciji novčanih tokova (prilog 8). Osim poboljšanja uslova poslovanja u Srbiji očigledno je da su za povećanje vrednosti preduzeća neophodne i unutrašnje, strukturne promene u preduzeću u svrhu generisanja ili oslobađanja većeg *cash*-a, naročito u domenu efikasnijeg

upravljanja imovinom, a što smo zaključili i tokom racio analize. Zadatak menadžmenta u narednim godinama biće da pronađe pravi put i prave mere za rast vrednosti jednog od najvećih srpskih preduzeća.

6.2 Procena metodom multiplikatora uporedivih preduzeća

Procena vrednosti ovom metodom podrazumeva identifikaciju uporedivih preduzeća iz branše i prikupljanje njihovih finansijskih podataka. Uporedivim sa preduzećem – predmetom naše analize mogu se smatrati isključivo telco-operatori koji se bave pružanjem i fiksnih i mobilnih telekomunikacionih usluga - govor, Internet, multimedija-TV, mobilna - tzv. fiksno-mobilni operatori⁵¹. Kako na domaćem tržištu nema takvih operatora, za poređenje ćemo izabrati bivše i sadašnje državne telco-operatore u Evropi (tzv. *incumbent* operatori), koji su dominantni na tržištima u matičnim državama gde posluju. Izabrani su operatori čijim se akcijama trguje na berzi, što će našem proračunu dati dimenziju koju nema Telekom Srbija a.d., jer njegove akcije nisu listirane na berzi. Takođe, svi izabrani operatori poslednjih godina posluju profitabilno, kao i srpski Telekom, čime je kriterijum uporedivosti dodatno podržan. Ponuda usluga preduzeća sa kojima poredimo naš predmet analize jeste veoma slična, ali nisu slična sva tržišta, nije slična veličina preduzeća, ni nivo korišćenja leveridža (trenutno, najveće svetske telekomunikacione kompanije koriste leveridž u mnogo većem obimu). To moramo imati u vidu kod procene. Primena ove metode nosi sa sobom i rizik trenutnih dešavanja i relacija na tržištu, što može dovesti do precenjivanja ili podcenjivanja vrednosti preduzeća. Treba uzeti u obzir i da cena akcija konkurenata uobičajeno raste ukoliko se najavi ili obavi transakcija u predmetnoj grani privrede (investitori očekuju da će biti još preuzimanja).

I pored navedenih nedostataka, ova metoda se često koristi. Jednostavnija je od metode DNT, jer ne zahteva procene i pretpostavke oko različitih rizika i projekcija rasta. Najrelevantniji multiplikatori koji se koriste u sektoru telekomunikacionih usluga su P/Earnings, P/Sales, P/Book, EV/EBITDA, EV/FCF. Multiplikatori tipa P/x su računati u odnosu na tržišnu cenu preduzeća, odnosno na aktuelnu vrednost akcija na berzi. Takvi, tržišni multiplikatori ne sadrže premiju za preuzimanje (*goodwill*, za ostvarena upravljačka prava i/ili ostvarenu sinergiju), pa se premija (uobičajeno 15-20%) može/reba dodati izračunatim vrednostima.

Za potrebe našeg istraživanja odabrali smo grupu evropskih fiksno-mobilnih telekom-operatora u kojoj su pretežno bivši državni operatori (tzv. *incumbent* operatori). Lista ovih operatora je, zajedno sa njihovim tržišnim i racio koeficijentima, data u **prilogu 7**. Iz te grupe izdvojili smo one operatore čije su poslovne karakteristike slične karakteristikama (finansijskim parametrima) Telekoma Srbija (tabela 6.5). Na taj način dobili smo tzv. *peer* grupu uporedivih preduzeća. Sva preduzeća iz *peer* grupe, za razliku od Telekoma Srbija,

⁵¹ Smatramo da poređenja fiksno-mobilnih sa čisto mobilnim operatorima, koja se sreću u mnogim radovima ovog tipa, nisu primerena i da mogu dovesti do pogrešnih zaključaka (npr. Telekom Srbija i Telenor Srbija ili VIP Srbija)

listirana su na berzi, nacionalnoj ili svetskoj, a često i na obe (npr. Telenor je listiran na norveškoj berzi u Oslu i na londonskoj berzi). Vodićemo računa o činjenici da većina izabranih preduzeća posluje na razvijenim tržištima, u uslovima jake konkurencije i jasne regulative. Takvi uslovi poslovanja naterali su menadžmente tih preduzeća da biznis modele i strukturu preduzeća prilagode novim zahtevima tržišta i novim tehnologijama.

Među odabranim operatorima nalaze se i Hrvatski Telekom i BH Telekom, koji posluju na tržištima koja su slična srpskom tržištu, čak možemo reći i da je hrvatsko telekomunikaciono tržište razvijenije od domaćeg. Ovu činjenicu iskoristićemo u našoj analizi procene vrednosti pomoću multiplikatora.

Ulazni podaci su dati u tabeli 6.5, a preuzeti su sa web sajta www.investing.com. Podaci za Telekom Srbija su preuzeti iz naših prethodno obavljenih analiza finansijskih pokazatelja.

Tabela 6.5: Tržišni multiplikatori i finansijski pokazatelji odabranih telekom-operatora

telco	P/E	P/S	P/B	P/FCF	Operating margin	ROE	ROA	Neto profit margin
					petogodišnji prosek 5YA (%)			
Swisscom	16,1	2,3	5,5	21,5	21,1	34,6	8,5	15,04
Turk Telekom	18,6	1,57	4,8	37,2	25,8	35,4	12,1	16,16
Telenor	23,6	2,14	3,65	28,2	15,7	12,5	6,5	11,23
Rostelekom	18,3	0,79	0,77	76,6	17,3	12,9	5,6	9,97
Hrvatski Telekom	10,8	1,74	1,1	17,6	24,2	14,3	11,8	20,4
BH Telekom	13,5	2,3	1,2		24,6	11,5	10,4	23,24
Telia Sonera	14,9	2	2	12,1	26,4	15,4	7,7	18,91
TDC Danska	15,5	1,4	1,33	38	17,6	12,9	4,2	11,06
mediana	15,8	1,87	1,665	28,2	22,65	13,6	8,1	15,6
Telekom Srbija					21,2	14,14	9,11	18,80

Izvor: Izrada autora, www.investing.com

Na osnovu podataka za Telekom Srbija preuzetih iz godišnjih finansijskih izveštaja izvršili smo analize i proračune date u tabeli 6.6.

Tabela 6.6: Procenjena vrednost Telekoma Srbija na osnovu tržišnih multiplikatora sličnih odabranih preduzeća

Vrednost Telekoma Srbija a.d. (x1000 €)			peer- grupa mediana				referenca u odnosu na HT & BHT			
			P/S	P/E	P/B	P/FCF	P/S	P/E	P/B	P/FCF
			1,87	15,80	1,67	28,20	1,80	11,00	1,20	18,00
petogodišnji prosek (5YA) 2010-2014.	Sales (x1000 €)	778.103	1.455.053				1.400.586			
	Earnings (x1000 €)	146.958		2.321.936				1.616.538		
	Book Equity (x1000 €)	1.034.988			1.723.255				1.241.985	
	FCF (x1000 €)	85.562				2.412.844				1.540.113
trogodišnji prosek (3YA) 2012-2014.	Sales (x1000 €)	747.431	1.397.697				1.345.376			
	Earnings (x1000 €)	124.060		1.960.151				1.364.662		
	Book Equity (x1000 €)	921.112			1.533.651				1.105.334	
	FCF (x1000 €)	72.813				2.053.327				1.310.634

Izvor: Izrada autora

Kao što smo i pretpostavili, uticaj poslovanja većine preduzeća na razvijenim tržištima ogleda se kroz činjenicu i njihov način poslovanja i ponašanja na tržištu utiče pre svega na pojedine tržišne multiplikatore, naročito na P/E i P/FCF. Preduzeća koja posluju na razvijenim tržištima, prinuđena su da više ulažu (ostaje je im manje slobodnog keša), a pritisak konkurencije ostavlja manje prostora za zaradu (manja dobit). Stoga su i vrednosti pomenutih multiplikatora, P/E i P/FCF, za domaće prilike velike i praktično neprimenjive. Usled toga, referenciraćemo se više na multiplikatore Hrvatskog Telekoma (Zagreb) i BH Telekoma (Sarajevo), čiji su finansijski pokazatelji slični pokazateljima Telekoma Srbija. Dobijene rezultate tj. procenjenju vrednost Telekoma Srbija na osnovu izabranih referenciranih multiplikatora HT i BHT smatraćemo „realnim“. Rezultate dobijene na osnovu multiplikatora P/S i P/B naše odabrane *peer* grupe takođe možemo prihvatiti kao relevantne tj. ne moramo ih sasvim odbaciti. Ipak, smatramo da je Hrvatski Telekom u aktuelnom trenutku sasvim korektna referenca i gornja granična vrednost (ima stabilnu tržišnu i finansijsku poziciju, ponudu Quad-Play usluga i 4G/LTE).

Zaključićemo da se procenjena vrednost Telekoma Srbija na osnovu tržišnih multiplikatora uporedivih preduzeća nalazi u opsegu od 1 milijarde 105 miliona € do 1 milijarde 365 miliona €. Na sračunate vrednosti može se dodati premija za dobijanje upravljačkih prava čime bi cena preduzeća bila uvećana (uobičajeno 15-20%), ali i oduzeti diskont na neutrživost akcija i diskont za deficit obrtnog kapitala (nelikvidnost). Zbog toga ćemo procenjenju vrednost Telekoma Srbija po metodi tržišnih multiplikatora uporedivih „telekoma“ zaokružiti na raspon od 1,150 milijardi € i 1,4 milijarde €.

6.3 Procena pomoću linearne regresije i multiplikatora

Za procenu vrednosti predmeta našeg istraživanja stavili smo u relaciju stopu neto dobitka i racio P/S odabranih evropskih telekom-operatora (tabela 6.7). Stopa neto dobitka praktično ima najveći uticaj na odnos cene po akciji i prihoda preduzeća. Stepenn korelacije (84,1%) koji smo dobili regresionom analizom pokazuje visoku zavisnost ovih veličina i dobro odabran uzorak (Prilog 7), što opravdava primenu ovakve metodologije i navodi na respektabilan i smislen rezultat.

Tabela 6.7: Procena vrednosti – zavisnost Neto margine i racia P/S

telco	Neto profit margin (x)	P/S (y)	
Swisscom	15,04	2,3	
Turk Telekom	16,16	1,57	
Telecom Italia	-1,02	0,99	
Orange Polska	5,31	0,77	
Telenor	11,23	2,14	
Rostelekom	9,97	0,79	
Telekom Austria	-0,4	0,92	
Hrvatski Telekom	20,4	1,74	
BH Telekom	23,24	2,3	
Telekom Slovenije	-1,98	0,7	
Vimpelcom	-1,53	0,5	
OTE	3,83	1,1	
Telia Sonera	18,91	2	
Bouygues Telecom	2,27	0,34	
Bezeq	20,53	2,27	
Orange France	5,74	0,95	
TDC Danska	11,06	1,4	
Deutsche Telecom	0,67	1,06	
Telefonica	9,85	1,3	
Magyar Telecom	6,08	0,65	
<i>Model linearne regresije</i>	$y = 0,066x + 0,709$		
<i>koeficijent determinacije R^2</i>	70,80%		
<i>stepen korelacije R</i>	84,10%		
Telekom Srbija	Neto profit margin (x) prosek 5YA	P/S (y)	vrednost (x1000 €)
Procena vrednosti Telekoma Srbija na osnovu linearne regresije	18,80	1,95	1.410.361

Izvor: Izrada autora

Vrednost neto profitne margine za Telekom (18,80%), kao i vrednost prihoda (86.791.450 hiljada dinara), izračunate su kao prosečne vrednosti iz finansijskih izveštaja za period 2010-2014. godine.

Na osnovu regresione analize uzevši u obzir zavisnost neto margine od odnosa P/S procenili smo da je vrednost preduzeća Telekom Srbija a.d. oko 1,410 milijarde € (1€=120,96 RSD na dan 31.12.2015. godine).

6.4 Procena metodom analize prethodnih relevantnih transakcija

U realnosti je veoma teško pronaći uporedive, skorašnje transakcije u oblasti privrede u kojoj se vrše analize. Potrebno je uložiti veliki trud u traženju i selekciji neophodnih podataka. U cilju što kvalitetnije procene našeg predmeta analize, izvršen je izbor relevantnih transakcija obavljenih u sektoru telekomunikacija prethodnih godina⁵² (2010-2014.), po sledećim kriterijumima:

- Kupljena kompanija je fiksno-mobilni operator (kao Telekom Srbija a.d.),
- Kupljena kompanija posluje na tržištu u razvoju u Evropi ili na Srednjem istoku.

U formiranju kriterijuma pomoglo nam je dugogodišnje poznavanje i praćenje situacije na svetskom tržištu telekomunikacija i sledeća fakta kojima smo se rukovali u izboru:

(a) Telekomunikaciono tržište Evrope se u mnogome razlikuje od američkog i azijskog tržišta, koje je u sponu i na kome su parametri (multiplikatori) transakcija značajno veći;

(b) Transakcije u Evropi, kupovina kablovskih operatora ili mobilnih operatora, razlikuju se značajno po parametrima od kupovina fiksnih i fiksno-mobilnih operatora.

(c) prethodnih godina (2010-2014.), većina evropskih operatora je poslovala stabilno, bez velikih oscilacija, profitabilno, ali uz trend opadanja prihoda. Naš predmet analize takođe posluje profitabilno, uz neznatan pad prihoda.

Odabrane transakcije prikazane su u tabeli 6.8.

Tabela 6.8: Izabrane transakcije u sektoru telekomunikacionih usluga (2010-2014.)

Kupac	Kupljen	datum transakcije	Prihod (\$)	EBITDA (\$)	EBITDA margina kupljene kompanije	Revenue multiple	EBITDA multiple
Rostelecom	Uralsvyazinform	01.04.2011.	1.341,5	533,4	39,8%	2,0x	5,1x
Rostelecom	Volgatelecom	01.04.2011.	1.087,5	473,7	43,6%	1,8x	4,2x
Rostelecom	Sibirtelecom	01.04.2011.	1.262,6	480,8	38,1%	1,6x	4,2x
B Communication	Bezeq	14.04.2010.	3.357,2	1.284,6	38,3%	1,9x	4,9x
AF Telecom	Megafon	24.04.2012.	8.521,7	3.487,9	40,9%	1,6x	3,8x
PPF Group	Telefonica Czech	28.01.2014.	?	?		1,8x	4,6x
Vivendi	SFR	16.06.2011.	17.833,4	5.633,5	31,6%	1,4x	4,6x
Deutsche Telecom	OTE	11.07.2011.	7.525,4	2.584,7	34,3%	1,7x	4,8x
VTB Capital Bank	BTC Bulgaria	12.11.2012.	585,3	136,8	23,4%	1,2x	4,9x
Telenor	VimpelCom Ltd.	04.04.2012.	23.141,0	9.271,0	40,1%	2,2x	5,4x
Altimo	VimpleCom	30.07.2012.	23.350,0	9.506,0	40,7%	2,1x	5,3x
Mobile Telesystem (MTS)	Comstar United Telesystems	22.09.2010.	1.557,5	645,2	41,4%	2,5x	6,1x
mediana						1,80x	4,88x

Izvor: Izrada autora

⁵² Global Telecommunications, Sector Repot (may 2014), Redwood Capital Group, New York

Metoda analize prethodnih transakcija slična je metodi multiplikatora uporedivih kompanija. Razlika je u tome što su ovde multiplikatori bazirani na cenama po kojima su kupljene preuzete kompanije. U tako izračunatu vrednost već je uključena premija za kupovinu, što nije slučaj kod primene metode multiplikatora uporedivih kompanija.

Na osnovu izabranih transakcija, vrednost Telekoma Srbija a.d. prikazana je u tabeli 6.9.

Tabela 6.9: Procena vrednosti Telekoma Srbija na osnovu prethodnih relevantnih transakcija

Telekom Srbija (sve x1000 €)	Vrednost na dan 31.12.2014.	Petogodišnji prosek 2010-2014.	Trogodišnji prosek 2012-2014.
Poslovni prihodi	709.010	778.103	747.431
EBITDA	285.902	323.592	294.076
Vrednost na osnovu Revenue multiple (1,80)	1.276.217	1.400.586	1.345.376
Vrednost na osnovu EBITDA multiple (4,88)	1.395.203	1.579.129	1.435.091

Izvor: Izrada autora

Na osnovu rezultata datih u tabeli 6.9, možemo zaključiti i da vrednost Telekoma u odnosu na protekle godine opada, što je činjenica koja treba da zabrine akcionare. Po metodi analize prethodnih, relevantnih transakcija, a na osnovu proračuna iz tabele 6.9, procenjujemo da je preduzeće Telekom Srbija a.d. na dan 31.12.2013. godine vredelo između 1 milijarde 276 miliona € i 1 milijarde 395 miliona €.

6.5 Procena pomoću tržišnih multiplikatora Beogradske berze

U našoj zemlji, sa relativno slabom privredom i nerazvijenim tržištem akcija, tržišni pristup za procenu vrednosti preduzeća se retko primenjuje. Prikazaćemo model relativnog vrednovanja akcija Telekoma Srbija metodom multiplikatora Beogradske berze (BELEX). Koristićemo sledeće multiplikatore:

- P/E (price / earnings) pokazatelj, odnos tržišne cene akcije i dobiti po akciji;
- P/B (price / book) pokazatelj, odnos tržišne cene akcije i knjigovodstvene vrednosti akcije;

Vrednosti gore pomenutih racia za index Belex15 na dan 31.12.2015. godine bili su:

$$P/E = 8,93 \quad \text{i} \quad P/B = 0,69$$

Preduzeće Telekom Srbija a.d. je emitovalo ukupno 1.000.000.000 (milijardu) akcija nominalne vrednosti od 100,00 dinara po akciji. Knjigovodstvena vrednost akcije na dan 31.12.2014. godine iznosi 100 dinara. Akcijski kapital iznosi 100 milijardi dinara i čini 92,8%

ukupnog kapitala preduzeća. Na dan 31.12.2014. godine srednji kurs evra je iznosio 120,96 dinara.

Poznato je da preduzeće ne trguje akcijama na Beogradskoj berzi niti na nekom drugom regulisanom tržištu akcija, tako da ne postoje uslovi za utvrđivanje tržišne vrednosti akcija. Stoga procenu vrednosti njegovih akcija možemo izvršiti posredno korišćenjem navedenih pokazatelja (racia) za berzanski indeks Belex15 na dan 31.12.2014. godine⁵³. Index Belex15 je najvažniji indeks Beogradske berze koji pokazuje kretanja za 15 najlikvidnijih akcija u prometu. Među tim akcijama su akcije najvećih banaka u Srbiji i najuspešnijih srpskih preduzeća iz različitih privrednih grana. Telekom Srbija a.d. svakako spada u red najuspešnijih srpskih preduzeća, u prilog čemu govore i sledeće činjenice:

- Preduzeće Telekom Srbija je prethodnih godina stalno iskazivalo dobit, a su prihodi od prodaje istovremeno bili stabilni i ujednačeni;
- Telekomunikacije su grana privrede koja se razvija i ima dobru perspektivu.

Na osnovu navedenih razloga i činjenica da se u susednim državama na berzama najviše trguje upravo deonicama „nacionalnih“ telekom-operatora, zaključimo da bi i kod nas, na Beogradskoj berzi, trgovina akcijama Telekom Srbija bila vrlo popularna i intenzivna. To nas navodi na zaključak da bi Telekom Srbija sigurno bio član Belex15 grupe, čime je naša analiza opravdana.

Projekcijom Belex15 racia P/E i P/B dobijaju se sledeći rezultati :

- a) Na osnovu P/E pokazatelja ($8,93 \times 16,88$) dobija se vrednost akcije 150,74 dinara;
- b) Na osnovu P/B pokazatelja ($0,69 \times 100$) dobija se vrednost akcije 69 dinara;

Zaključujemo da bi se cena akcija Telekom Srbija na Beogradskoj berzi kretala u rasponu od 69 dinara do 150,74 dinara. Procenjena vrednost kapitala preduzeća (tzv. tržišna kapitalizacija) na dan 31.12.2014. godine bi se na osnovu toga mogla utvrditi u rasponu vrednosti od 69 milijardi dinara ili 570,4 miliona € do 150,738 milijardi dinara ili 1,246 milijardi €. Napomenućemo da ova vrednost u procesu pregovora o prodaji mogla da bude promenjena, zavisno od argumenata i interesa kupca i prodavca.

6.6 Analiza rezultata istraživanja

Primenom različitih metoda vrednovanja, dobijeni su sledeći rezultati:

Knjigovodstvena vrednost preduzeća Telekom Srbija a.d. na dan 31.12.2014. godine iznosila je 944 miliona €.

Primenom metode DNT, procenjena vrednost preduzeća Telekom Srbija a.d. na dan 31.12.2013. godine iznosila je 993 miliona €.

⁵³ <http://www.belex.rs/files/bilteni/230.pdf> (datum pristupa 17.08.2015.)

Primenom metode multiplikatora uporedivih preduzeća, prosečna procenjena vrednost preduzeća Telekom Srbija a.d. na dan 31.12.2013. godine iznosila je 1,297 milijardi €.

Primenom metode uporedivih transakcija, prosečna procenjena vrednost preduzeća Telekom Srbija a.d. na dan 31.12.2013. godine iznosila je 1,336 milijardi €.

Usled činjenice da se akcijama Telekoma Srbija a.d. ne trguje na berzi ostajemo uskraćeni za analizu procenjenih vrednosti u odnosu na trenutnu tržišnu cenu akcija. Tada bi mogli da uočimo odstupanja koje daju procene po pojedinim primenjenim metodama u odnosu na tržišnu cenu. To bi nas dovelo do zaključka koja od primenjenih metoda daje vrednost najbližu tržišnoj. Pri tom ne treba zaboraviti da je u transakcijama najvažnija ona vrednost preduzeća koja se zaključuje zajedničkim dogovorom kupca i prodavca. Dobijeni rezultati, nominovani u evrima na dan 31.12. 2014. godine, prikazani su i u tabeli 6.10.

Tabela 6.10: Rezultati primene različitih metoda procene vrednosti Telekoma Srbija a.d.

<i>u hiljadama €</i>	parametar	Procenjena vrednost (u hiljadama €)	Prosečna vrednost (€)
DNT	donja granica	899.913	992.853
	gornja granica	1.110.429	
Multiplikatori uporedivih kompanija	P/S	1.345.376	1.297.091 (bez *)
	P/E	1.364.662	
	P/B	1.105.334	
	P/FCF	1.310.634	
	primena linearne regresije	1.410.361	
Multiplikatori BELEX15	P/E	1.246.181	1.335.710
	P/B	570.437 *	
transakcije	EV/Sales	1.276.217	1.335.710
	EV/EBITDA	1.395.203	
Mediana svih procenjenih vrednosti		1.278.408	1.237.274
Prosečna vrednost svih procenjenih vrednosti		1.246.431	
Ponderisana prosečna vrednost		1.186.982	

Izvor: Izrada autora

Ponderisana prosečna vrednost dobijena je dodeljivanjem određenih težinskih koeficijenata (pondera) sprovedenim metodama, i to: metoda DNT – ponder 0,4; metoda multiplikatora – ponder 0,3 i metoda transakcija – ponder 0,3. Za izračunavanje su korišćene prosečne vrednosti iz tabele, po formuli:

$$EV = 0,4 \times DNT + 0,3 \times MULT + 0,3 \times TRAN$$

Na osnovu rezultata, odredili smo prosečnu vrednost koju ćemo definisati kao okvirnu procenjenu vrednost Telekoma Srbija a.d. :

1,237 milijardi €.

6.7 Procena vrednosti Telekom Srbija Grupe

Ovaj master rad pisan je upravo u periodu kada je raspisan tender za prodaju Telekom Srbija Grupe. Rad svakako ne bi bio kompletan ako bismo zaobišli procenu Grupe, a izvršili samo procenu matičnog preduzeća Telekom Srbija a.d..

Procenu Telekom Srbija Grupe obavićemo pomoću multiplikatora matičnog preduzeća a na osnovu usvojene procenjene vrednosti od 1,237 milijardi €. Koristićemo multiplikatore EV/EBITDA i EV/Revenue. Rezultati su dati u tabeli 6.11.

Tabela 6.11: Procena vrednosti Telekom Srbija Grupe pomoću multiplikatora matičnog preduzeća

procena vrednosti	Telekom Srbija a.d.		Telekom Srbija Grupa	
	x1000 din	x 1000 €	x 1000 din	x 1000 €
EBITDA 2014	34.582.725	285.902,16	45.208.133	373.744,49
Revenue 2014	85.761.809	709.009,66	118.226.541	977.401,96
Book 2014	114.176.379	943.918,48	154.172.477	1.274.574,05
EBITDA prosek 2012-2014.	34.230.285	285.252,38	44.674.575	372.288,13
Revenue prosek 2012-2014.	86.940.394	724.503,28	118.110.491	984.254,09
Book prosek 2012-2014.	107.315.101	894.292,51	144.606.334	1.205.052,78
EV/EBITDA	4,34			
EV/Sales	1,71			
EV (EBITDA 2014 multiple)				1.621.106
EV (Revenue 2014 multiple)				1.669.163
EV (EBITDA 2012-2014. multiple)				1.614.789
EV (Revenue 2012-2014. multiple)				1.680.865
prosečna vrednost EV				1.646.481

Izvor: Izrada autora

Na osnovu podataka datih u tabeli 6.11, možemo zaključiti da je **procenjena vrednost Telekom Srbija Grupe** približno oko

1,650 milijardi €.

7 ZAKLJUČAK

Kroz prethodnu analizu, na osnovu javno dostupnih podataka, pokazali smo da, posredstvom ograničenog broja finansijskih pokazatelja poslovanja za prethodnih pet-šest godina poslovanja, možemo da sagledamo status i finansijski položaj preduzeća „Telekom Srbija“ a.d. i da procenimo i njegovu vrednost (vrednost kapitala i vrednost biznisa).

Procenu vrednosti Telekoma smo obavili demonstrirajući primenu gotovo svih najpoznatijih metoda i najčešće korišćenih metoda. U našoj analizi i proračunima pretežno smo koristili prosečne petogodišnje ili trogodišnje vrednosti, iz razloga da bismo izbegli eventualnu računovodstvenu „pripremu za prodaju“ kroz rezultate poslovanja u poslednjoj godini. Može se primetiti da prosečne vrednosti u slučaju Telekoma ne odstupaju previše od vrednosti u poslednjoj godini poslovanja (2014.). Zanimljivo je da je metoda diskontovanja novčanih tokova (DNT) proizvela najmanju nominalnu vrednost preduzeća (oko 993 miliona €) u odnosu na druge primenjene metode, a na osnovu naših (subjektivnih) pretpostavki i predikcija. Neke druge i drugačije pretpostavke dale bi drugačiji rezultat. Potencijal i vrednost Telekoma smo ipak na kraju povećali matematičkim modeliranjem koje je takođe deo doprinosa ovog rada. Može se reći da je procenjena vrednost Telekoma na ovaj način uvećana praktično rezultatima drugih „telekoma“ odnosno pretpostavkom da je Telekom Srbija poslovno i organizaciono u ravni sa evropskim operatorima. **Procenjena vrednost preduzeća (EV) je 1 milijarda i 237 miliona €.** Prava tržišna vrednost, podsetićemo, jeste ona koju slobodnom voljom dogovore kupac i prodavac, mereći svoje interese i potrebe u datom trenutku.

Radi kompletnosti i akuelnosti ovog rada izvršena je i procena vrednosti Telekom Srbija Grupe, pomoću metode multiplikatora matičnog društva. Dobijena procenjena vrednost iznosi 1 milijarda i 650 miliona €.

Kvalitet ovog rada ogleda se i u tome što će se dobijeni rezultati procene moći uskoro proveriti u praksi (upravo sada, avgust 2015., u toku je tender za prodaju Telekom Srbija Grupe). To znači da su dobijeni rezultati proverljivi, a postupak ponovljiv, što je svrha svakog naučnog istraživanja.

Analiza postavljenih hipoteza

Na osnovu racio analize utvrdili smo da je preduzeće Telekom Srbija nelikvidno, solventno i profitabilno. Sa druge strane, prilikom procen finansijske stabilnosti preduzeća, a na osnovu Kralicekovog DF modela, Kralicekovog QuickTest modela, BEX modela i F-skora Piotroskog ocenjeno je da je preduzeće Telekom Srbija finansijski stabilno. Stoga, prevashodno usled hronične nelikvidnosti, **delimično (uslovno) prihvatamo postavljenu pomoćnu hipotezu H1 da je Telekom Srbija finansijski stabilno preduzeće.**

Svake godine u periodu 2009-2014. Telekom je u svoje poslovne aktivnosti ulagao preko 100 miliona € (CAPEX) i svake godine je ostvarivao dobit. Ipak, tokom pomenutog perioda opadala je i smanjena vrednost kapitala i imovine preduzeća (dokaz: slika 3.3 i horizontalna

analiza). Stoga naša **tvrdnja iskazana u pomoćnoj hipotezi H2** da „*Profitabilno poslovanje i redovna kapitalna ulaganja pozitivno utiču na povećanje ukupne imovine i kapitala Telekoma Srbija*“ **mora biti odbačena.**

Na osnovu primenjenih metoda forenzičke analize, a pre svega na osnovu rezultata Beneish-ovog M-skora zaključujemo da je naša **pomoćna hipoteza H3 potvrđena** i da **ne postoji osnovana sumnja da je u analiziranom periodu 2011-2013. bilo manipulacija u finansijskim izveštajima** Telekoma Srbija a.d., čime se ti izveštaji mogu smatrati pouzdanim za njihove korisnike.

Dobijeni rezultati BEX modela poslovne izvrsnosti i Kralicekovog DF modela i QuickTest modela u segmentu rentabilnosti kapitala dokazali su da su **Telekomu potrebna značajna unapređenja** u poslovanju da bi ostvario dugoročnu stabilnost. Ovim je i naša **pomoćna hipoteza H4 potvrđena.**

Sprovedena DuPont analiza i analiza Altman-ovog Z-score modela za procenu kreditnog boniteta, uz utvrđenu hroničnu nelikvidnost, nedostatak NOK-a i oscilacije slobodnog novčanog toka, daju nam osnova da sumnjamo u perspektivno poslovanje Telekoma pod datim uslovima i sa nepromenjenom poslovnom politikom. Još jedan faktor je i stagnacija poslovnih prihoda (pad u evrima je još izraženiji) i konstantno smanjenje poslovnog dobitka. **Naša pomoćna hipoteza H5 se stoga odbacuje.** Drugim rečima, Telekom u budućnosti može očekivati probleme u poslovanju i održanju profitabilnosti. Za precizniji zaključak potrebna je detaljnija analiza organizaciono-finansijskih performansi preduzeća, ali na osnovu obavljene strategijsko-finansijske analize jasno je da se menadžment Telekoma nalazi pred velikim izazovima. U tom smislu, možemo smatrati da su finansijski pokazatelji značajan i iskoristiv izvor informacija o finansijskim statusu i položaju preduzeća.

Osnovni cilj našeg istraživanja je da na argumentovan i stručan način proceni vrednost Telekoma Srbija, bez ulaženja u debatu da li ga ili ne treba privatizovati. Pokušali smo da iskoristimo prednost poznavanja telekomunikacione problematike i da na što bolji i efikasniji način povežemo ekonomsku teoriju i praksu sa današnjim tržištem telekomunikacija. Čitaoci ovog rada će dati najbolju ocenu da li se i koliko u tome uspelo.

Napomena: Sve analize u ovom radu i procena vrednosti preduzeća Telekoma Srbija a.d. obavljani su u edukativne svrhe i samo u tom smislu se mogu eventualno i koristiti.

8 LITERATURA

KNJIGE I NAUČNI RADOVI

1. Alihodžić Almir (2013), „*Testiranje Kralicekovog DF pokazatelja na beogradskoj berzi*“, časopis Bankarstvo 3, Beograd
2. Belak Vinko, Aljinović-Barac Željka (2008), „*Tajne tržišta kapitala*“, Sinergija doo, Zagreb
3. Beneish Messod (1999), „*The Detection of Earnings Manipulation*“, Financial Analyst Journal 24-34
4. Damodaran Aswath (2007), „Korporativne finansije – teorija i praksa“, Modus, Podgorica
5. Damodaran Aswath (1994), „Investment Valuation“, John Wiley, New York
6. Ivaniš Marko, Nešić Sandra (2011), „Poslovne finansije“, Univerzitet Singidunum, Beograd
7. Knežević Goranka (2007), „Analiza finansijskih izveštaja“, Univerzitet Singidunum, Beograd
8. Knežević Goranka (oktobar 2007), „Ekonomsko-finansijska analiza“, Interni materijal, Univerzitet Singidunum, Beograd
9. Knežević Goranka, „Metodologija forenzičke revizije, master studije 2014“, prezentacija sa predavanja
10. Koletnik Franc (2010), „Razumijevanje procjene vrijednosti preduzeća“, Financing – naučni časopis za ekonomiju 01/10
11. Kotler Philip (2000), „Marketing Management Millenium Edition“, 10th edition, Prentice-Hall Inc., New York
12. Leko Vera, Vlahović Aleksandar, Poznanić Vladimir (1997), „Procena vrednosti kapitala – metodologija i primeri“, Beograd
13. Mikerević Dragan (2009), „Finansijski menadžment“, Ekonomski fakultet Banjaluka
14. Miljević I. Milan (2007), „Metodologija naučnog rada“, skripta, Filozofski fakultet Pale
15. MRS 1, Prikazivanje finansijskih izveštaja, paragraf 1
16. Orsag Silvije (1997), „Vrednovanje preduzeća“, Infoinvest, Zagreb
17. Piotroski Joseph (2000), „Value investing: The use of historical financial information to separate winners from losers“, Journal of Accounting Research vol.38
18. Porter E. Michael (2008), „The five competitive forces that shape strategy“, Harvard Business Review, January 2008.
19. Romić Lidija (2003), „Teorija bilansa“, Ekonomski fakultet Subotica, Univerzitet u Novom Sadu

20. Rothaermel T. Frank (2015), „Strategic Management“, 2nd edition, McGraw-Hill education, New York
21. Slavković Gordana (2009), „Diskontovanje novčanog toka kao metoda procene vrednosti u Republici Srbiji i razvijenim zemljama“, Institut za rudarstvo i metalurgiju, Bor, IR-1/2009
22. Stanišić Milovan, Stojanović Ljubiša (2010), „Evaluacija i rizik“, Univerzitet Singidunum, Beograd
23. Stanišić Nemanja (September 27, 2013), „Analiza finansijskih izveštaja“, (dostupno na SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2332096> , datum pristupa: 22.06.2014.)
24. Vukoja Božo: „Primjena analize finansijskih izvješća pomoću ključnih finansijskih pokazatelja kao temelj donošenja poslovnih odluka“ (dostupno na <http://www.revident.ba/public/files/primjena-analize-financijskih-izvjestaja-pomocu-kljucnih-financijskih-pokazatelja.pdf>, datum pristupa 17.06.2014.)
25. Wahlen P. James, Baginski P. Stephen, Bradshaw T. Mark (2011), „Financial Reporting, Financial Statements Analysis and Valuation: A Strategic Perspective“, South-Western Cengage Learning, USA
26. Žager Katarina, Žager Lajoš (1999), „Analiza finansijskih izvještaja“, Masmedia, Zagreb

INTERNET IZVORI

27. Global Telecommunications, Sector Repot (may 2014), Redwood Capital Group, New York York (dostupno na http://www.redcapgroup.com/media/236ee00e-947e-43cd-a300-7767b3815066/Sector%20Reports/2014-05-23-Global%20Telecommunications_pdf , datum pristupa 14.08.2015.)
28. http://www.ratel.rs/upload/documents/Pregled_trzista/Ratel%20Pregled%20trzista%202014.pdf (datum pristupa 20.12.2014.)
29. http://www.transparentnost.org.rs/index.php?option=com_content&view=article&id=82&Itemid=29&lang=sr (datum pristupa 23.12.2014.)
30. http://www.indexmundi.com/serbia/demographics_profile.html (datum pristupa 16.12.2014.)
31. <http://popis2011.stat.rs/> (datum pristupa 16.12.2014.)
32. <http://mtt.gov.rs/informacije/potrosacka-korpa/> (datum pristupa 16.12.2014.)
33. <http://milicaantic94.wordpress.com/obrazovna-struktura-stanovnistva-republike-srbije-popis-2011/> (datum pristupa 16.12.2014.)
34. <http://www.blic.rs/Vesti/Drustvo/390660/Iz-podruma-do-prvog-miliona/print> (datum pristupa 14.11.2014.)
35. <http://webzrs.stat.gov.rs/WebSite/repository/documents/00/01/50/47/ICT2014s.pdf> (datum pristupa 16.08.2015.)
36. <http://www.belex.rs/files/bilteni/230.pdf> (datum pristupa 17.08.2015.)

37. <http://www.telekom.rs/Contents/ContentDefault.aspx?temp=0&sid=1253&id=1261> (datum pristupa 17.11.2014.)
38. <http://fi.apr.gov.rs/prijemfi/cir/Podaci1.asp?Search=17162543&code=e80e81bf3f18eee9756d31cf d387b3cb37723262> (datum pristupa 08.06.2014.)
39. <http://www.investopedia.com/terms/p/piotroski-score.asp> (datum pristupa 16.02.2015.)
40. <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/ctryprem.xls> (datum pristupa 17.08.2015.)
41. http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/80/monetarni_sektor/SBMS19.xls (datum pristupa 17.08.2015.)
42. <http://ratel.rs/upload/documents/WACC%20studija%20za%202014%20-%20Telekom%20Srbija%20-%20jun%202015.pdf> (datum pristupa 17.08.2015.)
43. http://ratel.rs/upload/documents/Pregled_trzista/rate-pregled-trzista-za-2014-web.pdf (datum pristupa 17.08.2015.)
44. <http://pretraga2.apr.gov.rs/docRepo/download?xbcd=7100001242946&xrmd=3EE3C6FD1D179C1EC087D8D5B06D0D0C6BB76E6D> (datum pristupa 29.08.2015.)

9 PRILOZI

PRILOG 1: Izvodi iz finansijskih izveštaja - Telekom Srbija a.d. Beograd

PRILOG 1 (dodatak): Izvodi iz finansijskih izveštaja - Telekom Srbija a.d. Beograd

PRILOG 2: Horizontalna analiza (Lančani indeksi) - Telekom Srbija a.d. Beograd

PRILOG 3: Horizontalna analiza (Analiza trenda) - Telekom Srbija a.d. Beograd

PRILOG 4: Vertikalna analiza - Telekom Srbija a.d. Beograd

PRILOG 5: Komparativna vertikalna analiza (Telekom Srbija, Hrv. Telekom, BH Telekom)

PRILOG 6: Način izračunavanja finansijskih pokazatelja

PRILOG 7: Tabela multiplikatora relevantnih evropskih telekom operatora

PRILOG 8: Analiza diskontovanja novčanih tokova za Telekom Srbija a.d.

PRILOG 1: IZVODI IZ FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA - Telekom Srbija a.d. Beograd

Telekom Srbija a.d. Beograd		svi novčani iznosi su u hiljadama dinara					
Izvodi iz finansijskih izveštaja	AOP	2014	2013	2012	2011	2010	2009
BILANS STANJA							
Stalna imovina	001	156,898,246	159,507,845	165,275,591	172,971,711	179,092,462	178,540,053
Dugoročni finansijski plasmani	009	64,631,706	62,936,953	62,913,327	62,569,355	61,450,844	59,197,605
Obrtna imovina	012	37,551,798	25,934,635	34,564,529	35,924,013	29,766,482	31,303,877
Zalihe	013	6,100,415	7,038,996	6,233,075	6,648,042	6,445,722	5,835,717
Potraživanja	016	12,397,708	12,540,245	12,471,431	12,381,185	12,395,297	13,362,913
Kratkoročni finansijski plasmani	018	819,201	605,955	291,603	1,247	1,853	1,725
Gotovinski elementi i gotovina	019	12,745,242	2,012,387	10,862,273	14,018,543	7,949,392	9,461,806
Poslovna imovina	022	199,333,205	187,924,980	202,409,744	210,232,215	209,967,384	210,694,114
Ukupna aktiva	024	199,333,205	187,924,980	202,409,744	210,232,215	209,967,384	210,694,114
Kapital	101	114,176,379	107,763,107	100,005,817	131,002,886	122,294,139	113,169,325
Osnovni kapital	102	100,008,588	100,008,588	100,008,588	82,521,140	82,521,140	82,521,140
Neraspoređeni dobitak	108	30,080,667	23,667,395	15,910,105	47,892,112	39,183,365	30,058,551
Dugoročna rezervisanja i obaveze	111	85,156,826	80,161,873	102,403,927	79,229,329	87,673,245	97,524,789
Dugoročne obaveze	113	28,395,169	23,845,039	46,658,007	17,316,660	41,719,638	49,323,843
Kratkoročne obaveze	116	54,846,302	54,523,150	53,974,700	60,298,286	44,104,741	46,133,739
Kratkoročne finansijske obaveze	117	22,256,293	29,869,614	29,931,023	28,339,123	21,369,737	23,547,419
Ukupna pasiva	124	199,333,205	187,924,980	202,409,744	210,232,215	209,967,384	210,694,114
BILANS USPEHA							
Poslovni prihodi	201	85,761,809	86,512,658	88,546,715	87,319,382	85,816,686	85,131,768
Prihodi od prodaje	202	85,339,207	85,958,349	88,058,336	86,863,661	85,280,888	84,567,392
Poslovni rashodi	207	70,389,778	69,962,889	68,771,989	67,747,566	64,934,780	64,206,643
Poslovni dobitak	213	15,372,031	16,549,769	19,774,726	19,571,816	20,881,906	20,925,125
Dobitak pre oporezivanja	223	16,047,561	17,216,142	10,410,601	23,148,767	16,164,691	15,954,427
Poreski rashodi perioda	225	1,570,950	1,799,882	392,579	1,102,616	633,518	537,607
Neto dobitak	229	16,877,272	15,329,136	11,251,155	22,274,202	15,789,429	15,548,716
OSTALI FINANSIJSKI IZVEŠTAJI							
Troškovi zaposlenih	307	15,262,319	14,582,613	14,778,240	14,782,726	12,272,823	12,759,736
Isplaćene dividende	333	1,761,087	5,499,967	11,137,101	4,736,829	6,664,615	3,897,029
CAPEX	319	12,468,027	13,259,836	12,207,837	10,772,918	15,640,938	14,109,467
Troškovi amortizacije	661	16,526,329	16,395,868	16,802,202	17,384,142	16,937,205	16,574,030
Obaveze iz poslovanja (stanje na kraju godine)	640	7,358,985	8,280,484	6,875,202	6,566,710	5,528,845	6,689,034
Rashodi kamata	667	2,008,835	3,029,526	4,253,792	1,620,111	2,002,108	3,316,005
Broj zaposlenih	605	9,015	9,073	9,061	9,354	9,472	9,594
EBITDA (223+667+661)		34,582,725	36,641,536	31,466,595	42,153,020	35,104,004	35,844,462
EBIT (223+667)		18,056,396	20,245,668	14,664,393	24,768,878	18,166,799	19,270,432
Gotovina na kraju obr perioda FCF	343	12,745,242	2,012,387	10,862,273	14,018,543	7,949,392	9,461,806
Neto novčani priliv iz poslovnih aktivnosti	311	29,163,502	28,491,506	27,994,478	35,096,347	32,252,295	29,410,534

PRILOG 1 (dodatak): Izvodi iz finansijskih izveštaja - Telekom Srbija a.d. Beograd

Telekom Srbija a.d. Beograd		svi novčani iznosi su u hiljadama dinara					
Izveštaj o tokovima gotovine	AOP	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Prilivi gotovine iz poslovnih aktivnosti	301	105,599,706	105,130,221	107,078,409	106,362,998	105,977,797	103,370,635
<i>Prodaja i primljeni avansi</i>	302	104,291,739	103,988,790	106,034,450	105,392,310	105,274,090	102,430,701
Odlivi gotovine iz poslovnih aktivnosti	305	76,436,204	76,638,715	79,083,931	71,272,403	73,725,502	73,960,101
Neto novčani tok iz poslovnih aktivnosti	311	29,163,502	28,491,506	27,994,478	35,090,595	32,252,295	29,410,534
Prilivi gotovine iz aktivnosti investiranja	313	4,312,117	4,908,330	4,741,138	4,373,495	5,338,504	5,719,998
<i>Primljene dividende</i>	318	3,990,692	4,198,445	4,127,243	3,484,546	4,716,916	5,094,484
Odlivi gotovine iz aktivnosti investiranja	319	13,643,441	13,592,062	12,998,972	11,563,394	17,828,560	14,871,213
<i>CAPEX</i>	321	12,468,027	13,259,836	12,207,837	10,772,918	15,640,938	14,109,467
Neto novčani tok iz investicionih aktivnosti	324	-9,331,324	-8,683,732	-8,257,834	-7,189,899	-12,490,056	-9,151,215
Prilivi iz aktivnosti finansiranja	325	0	0	30,933,537	0	0	0
Odlivi iz aktivnosti finansiranja	329	9,134,315	28,374,344	51,099,179	22,170,421	16,446,931	11,549,170
<i>Isplaćene dividende</i>	333	1,761,087	5,499,967	11,137,101	4,736,829	6,664,615	3,897,029
Neto novčani tok iz aktivnosti finansiranja	335	-9,134,305	-28,374,344	-20,165,642	-22,170,421	-16,446,931	-11,549,170
Negativne kursne razlike	342	-34,992	283,316	2,727,272	-338,876	4,827,722	4,109,693
SVEGA PRILIVI GOTOVINE	336	109,911,823	110,038,551	142,753,084	110,736,493	111,316,301	109,090,633
SVEGA ODLIVI GOTOVINE	337	99,213,960	118,605,121	143,182,082	105,006,218	108,000,993	100,380,484
NETO NOVČANI TOK	339	10,697,863	-8,566,570	-428,998	5,730,275	3,315,308	8,710,149
GOTOVINA NA POČETKU obrač.perioda	340	2,012,387	10,862,273	14,018,543	7,949,392	9,461,806	4,861,350
GOTOVINA NA KRAJU obrač.perioda	343	12,745,242	2,012,387	10,862,273	14,018,543	7,949,392	9,461,806

PRILOG 2: Horizontalna analiza (lančani indeksi) - Telekom Srbija a.d. Beograd

Izvođi iz finansijskih izveštaja	AOP	2010	2011	2011-2010	(11-10)/10	2012	2012-2011	(12-11)/11	2013	2013-2012	(13-12)/12	2014	2014-2013	(14-13)/13
BILANS STANJA														
AKTIVA														
Stalna (dugotrajna) imovina	001	179,092,462	172,971,711	-6,120,751	-3.42%	165,275,591	-7,696,120	-4.45%	159,507,845	-5,767,746	-3.49%	156,898,246	-2,609,599	-1.64%
Nematerijalna imovina	004	7,301,254	6,404,373	-896,881	-12.28%	6,393,040	-11,333	-0.18%	5,620,285	-772,755	-12.09%	3,885,698	-1,734,587	-30.86%
Nekretnine, postrojenja i oprema	006	110,340,364	103,997,983	-6,342,381	-5.75%	95,969,224	-8,028,759	-7.72%	90,950,607	-5,018,617	-5.23%	88,380,842	-2,569,765	-2.83%
Dugoročni finansijski plasmani	009	61,450,844	62,569,355	1,118,511	1.82%	62,913,327	343,972	0.55%	62,936,953	23,626	0.04%	64,631,706	1,694,753	2.69%
Obrtna (kratkotrajna) imovina	012	29,766,482	35,924,013	6,157,531	20.69%	34,564,529	-1,359,484	-3.78%	25,934,635	-8,629,894	-24.97%	37,551,798	11,617,163	44.79%
Zalihe	013	6,445,722	6,648,042	202,320	3.14%	6,233,075	-414,967	-6.24%	7,038,996	805,921	12.93%	6,100,415	-938,581	-13.33%
Kratkoročna potraživanja, plasmani i gotovina	015	23,320,760	29,275,971	5,955,211	25.54%	28,314,339	-961,632	-3.28%	18,895,639	-9,418,700	-33.26%		-18,895,639	-100.00%
Potraživanja od kupaca	016	12,395,297	12,381,185	-14,112	-0.11%	12,471,431	90,246	0.73%	12,540,245	68,814	0.55%	12,397,708	-142,537	-1.14%
Kratkoročni finansijski plasmani	018	1,853	1,247	-606	-32.70%	291,603	290,356	23284.36%	605,955	314,352	107.80%	819,201	213,246	35.19%
Gotovinski elementi i gotovina	019	7,949,392	14,018,543	6,069,151	76.35%	10,862,273	-3,156,270	-22.51%	2,012,387	-8,849,886	-81.47%	12,745,242	10,732,855	533.34%
Poslovna imovina	022	209,967,384	210,232,215	264,831	0.13%	202,409,744	-7,822,471	-3.72%	187,924,980	-14,484,764	-7.16%	199,333,205	11,408,225	6.07%
Ukupna aktiva	024	209,967,384	210,232,215	264,831	0.13%	202,409,744	-7,822,471	-3.72%	187,924,980	-14,484,764	-7.16%	199,333,205	11,408,225	6.07%
PASIVA														
Kapital (uk kapital i rezerve)	101	122,294,139	131,002,886	8,708,747	7.12%	100,005,817	-30,997,069	-23.66%	107,763,107	7,757,290	7.76%	114,176,379	6,413,272	5.95%
Osnovni kapital (akcijski, deonički)	102	82,521,140	82,521,140	0	0.00%	100,008,588	17,487,448	21.19%	100,008,588	0	0.00%	100,008,588	0	0.00%
Neraspoređeni dobitak	108	39,183,365	47,892,112	8,708,747	22.23%	15,910,105	-31,982,007	-66.78%	23,667,395	7,757,290	48.76%	30,080,607	6,413,212	27.10%
Dugoročna rezervisanja i obaveze	111	87,673,245	79,229,329	-8,443,916	-9.63%	102,403,927	23,174,598	29.25%	80,161,873	-22,242,054	-21.72%	85,156,826	4,994,953	6.23%
Dugoročna rezervisanja	112	1,848,866	1,614,383	-234,483	-12.68%	1,771,220	156,837	9.71%	1,793,684	22,464	1.27%	1,915,355	121,671	6.78%
Dugoročne obaveze	113	41,719,638	17,316,660	-24,402,978	-58.49%	46,658,007	29,341,347	169.44%	23,845,039	-22,812,968	-48.89%	28,395,169	4,550,130	19.08%
Ukupne kratkoročne obaveze	116	44,104,741	60,298,286	16,193,545	36.72%	53,974,700	-6,323,586	-10.49%	54,523,150	548,450	1.02%	54,846,302	323,152	0.59%
Obaveze prema dobavljačima	119	5,652,194	6,633,782	981,588	17.37%	6,907,677	273,895	4.13%	8,412,443	1,504,766	21.78%	7,358,985	-1,053,458	-12.52%
Obaveze po osn. PDV i ost. javnih prih.	121	16,396,457	15,659,850	-736,607	-4.49%	16,285,856	626,006	4.00%	13,318,525	-2,967,331	-18.22%	14,340,805	1,022,280	7.68%
Kratkoročne finansijske obaveze (dospeća dugoročnih kredita)	117	21,369,737	28,339,123	6,969,386	32.61%	29,931,023	1,591,900	5.62%	29,869,614	-61,409	-0.21%	22,256,293	-7,613,321	-25.49%
Ukupna pasiva (uk kapital i obaveze)	124	209,967,384	210,232,215	264,831	0.13%	202,409,744	-7,822,471	-3.72%	187,924,980	-14,484,764	-7.16%	199,333,205	11,408,225	6.07%
BILANS USPEHA														
Poslovni prihodi	201	85,816,686	87,319,382	1,502,696	1.75%	88,546,715	1,227,333	1.41%	86,512,658	-2,034,057	-2.30%	85,761,809	-750,849	-0.87%
Prihodi od prodaje	202	85,280,888	86,863,661	1,582,773	1.86%	88,058,336	1,194,675	1.38%	85,958,349	-2,099,987	-2.38%	85,339,207	-619,142	-0.72%
Poslovni rashodi	207	64,934,780	67,747,566	2,812,786	4.33%	68,771,989	1,024,423	1.51%	69,962,889	1,190,900	1.73%	70,389,778	426,889	0.61%
Troškovi materijala	209	5,299,621	6,015,330	715,709	13.50%	6,663,368	648,038	10.77%	6,910,241	246,873	3.70%	5,845,003	-1,065,238	-15.42%
Troškovi amortizacije i rezervisanja	211	16,961,352	17,393,011	431,659	2.54%	17,105,137	-287,874	-1.66%	16,805,657	-499,480	-2.92%	16,526,329	-79,328	-0.48%
Troškovi zarada	210	12,659,018	14,958,638	2,299,620	18.17%	12,961,304	-1,997,334	-13.35%	13,553,579	592,275	4.57%	14,138,177	584,598	4.31%
Finansijski prihodi	215	7,767,041	7,508,781	-258,260	-3.33%	7,001,762	-507,019	-6.75%	6,164,117	-837,645	-11.96%	5,781,961	-382,156	-6.20%
Finansijski rashodi	216	9,948,477	3,253,464	-6,695,013	-67.30%	12,466,791	9,213,327	283.19%	4,127,229	-8,339,562	-66.89%	5,402,414	1,275,185	30.90%
Ostali prihodi	217	3,227,652	3,487,038	259,386	8.04%	2,399,729	-1,087,309	-31.18%	2,536,479	136,750	5.70%	1,325,058	-1,211,421	-47.76%
Ostali rashodi	218	5,181,389	4,020,180	-1,161,209	-22.41%	6,144,505	2,124,325	52.84%	3,906,994	-2,237,511	-36.41%	1,182,958	-2,724,036	-69.72%
Ukupni prihodi		96,811,379	98,315,201	1,503,822	1.55%	97,948,206	-366,995	-0.37%	95,213,254	-2,734,952	-2.79%	92,868,828	-2,344,426	-2.46%
Ukupni rashodi		80,064,646	75,021,210	-5,043,436	-6.30%	87,383,285	12,362,075	16.48%	77,997,112	-9,386,173	-10.74%	76,975,150	-1,021,962	-1.31%
Poslovni dobitak	213	20,881,906	19,571,816	-1,310,090	-6.27%	19,774,726	202,910	1.04%	16,549,769	-3,224,957	-16.31%	15,372,031	-1,177,738	-7.12%
Dobit pre oporezivanja	223	16,164,691	23,148,767	6,984,076	43.21%	10,410,601	-12,738,166	-55.03%	17,216,142	6,805,541	65.37%	16,047,561	-1,168,581	-6.79%
Porez na dobit	225	633,518	1,102,616	469,098	74.05%	392,579	-710,037	-64.40%	1,799,882	1,407,303	358.48%	1,570,950	-228,932	-12.72%
Neto dobit	229	15,789,429	22,274,202	6,484,773	41.07%	11,251,155	-11,023,047	-49.49%	15,329,136	4,077,981	36.24%	16,877,272	1,548,136	10.10%

PRILOG 3: Horizontalna analiza (Analiza trenda) - Telekom Srbija a.d. Beograd

Izvodi iz finansijskih izveštaja	AOP	2010	2011	2011-2010	(11-10)/10	2012	2012-2010	(12-10)/10	2013	2013-2010	(13-10)/10	2014	2014-2010	(14-10)/10
		BAZNA												
BILANS STANJA														
AKTIVA														
Stalna (dugotrajna) imovina	001	179,092,462	172,971,711	-6,120,751	-3.42%	165,275,591	-13,816,871	-7.71%	159,507,845	-19,584,617	-10.94%	156,898,246	-22,194,216	-12.39%
Nematerijalna imovina	004	7,301,254	6,404,373	-896,881	-12.28%	6,393,040	-908,214	-12.44%	5,620,285	-1,680,969	-23.02%	3,885,698	-3,415,556	-46.78%
Nekretnine, postrojenja i oprema	006	110,340,364	103,997,983	-6,342,381	-5.75%	95,969,224	-14,371,140	-13.02%	90,950,607	-19,389,757	-17.57%	88,380,842	-21,959,522	-19.90%
Dugoročni finansijski plasmani	009	61,450,844	62,569,355	1,118,511	1.82%	62,913,327	1,462,483	2.38%	62,936,953	1,486,109	2.42%	64,631,706	3,180,862	5.18%
Obrtna (kratkotrajna) imovina	012	29,766,482	35,924,013	6,157,531	20.69%	34,564,529	4,798,047	16.12%	25,934,835	-3,831,847	-12.87%	37,551,798	7,785,316	26.15%
Zalihe	013	6,445,722	6,648,042	202,320	3.14%	6,233,075	-212,647	-3.30%	7,038,996	593,274	9.20%	6,100,415	-345,307	-5.36%
Kratkoročna potraživanja, plasmani i gotovina	015	23,320,760	29,275,971	5,955,211	25.54%	28,314,339	4,993,579	21.41%	18,895,639	-4,425,121	-18.98%		-23,320,760	-100.00%
Potraživanja od kupaca	016	12,395,297	12,381,185	-14,112	-0.11%	12,471,431	76,134	0.61%	12,540,245	144,948	1.17%	12,397,708	2,411	0.02%
Kratkoročni finansijski plasmani	018	1,853	1,247	-606	-32.70%	291,603	289,750	15636.81%	605,955	604,102	32601.30%	819,201	817,348	44109.44%
Gotovinski elementi i gotovina	019	7,949,392	14,018,543	6,069,151	76.35%	10,862,273	2,912,881	36.64%	2,012,387	-5,937,005	-74.69%	12,745,242	4,795,850	60.33%
Poslovna imovina	022	209,967,384	210,232,215	264,831	0.13%	202,409,744	-7,557,640	-3.60%	187,924,980	-22,042,404	-10.50%	199,333,205	-10,634,179	-5.06%
Ukupna aktiva	024	209,967,384	210,232,215	264,831	0.13%	202,409,744	-7,557,640	-3.60%	187,924,980	-22,042,404	-10.50%	199,333,205	-10,634,179	-5.06%
PASIVA														
Kapital (uk kapital i rezerve)	101	122,294,139	131,002,886	8,708,747	7.12%	100,005,817	-22,288,322	-18.23%	107,763,107	-14,531,032	-11.88%	114,176,379	-8,117,760	-6.64%
Osnovni kapital (akoijski, deonički)	102	82,521,140	82,521,140	0	0.00%	100,008,588	17,487,448	21.19%	100,008,588	17,487,448	21.19%	100,008,588	17,487,448	21.19%
Neraspoređeni dobitak	108	39,183,365	47,892,112	8,708,747	22.23%	15,910,105	-23,273,260	-59.40%	23,667,395	-15,515,970	-39.60%	30,080,607	-9,102,758	-23.23%
Dugoročna rezervisanja i obaveze	111	87,673,245	79,229,329	-8,443,916	-9.63%	102,403,927	14,730,682	16.80%	80,161,873	-7,511,372	-8.57%	85,156,826	-2,516,419	-2.87%
Dugoročna rezervisanja	112	1,848,866	1,614,383	-234,483	-12.68%	1,771,220	-77,646	-4.20%	1,793,684	-55,182	-2.98%	1,915,355	66,489	3.60%
Dugoročne obaveze	113	41,719,638	17,316,660	-24,402,978	-58.49%	46,658,007	4,938,369	11.84%	23,845,039	-17,874,599	-42.84%	28,395,169	-13,324,469	-31.94%
Ukupne kratkoročne obaveze	116	44,104,741	60,298,286	16,193,545	36.72%	53,974,700	9,869,959	22.38%	54,523,150	10,418,409	23.62%	54,846,302	10,741,561	24.35%
Obaveze prema dobavljačima	119	5,652,194	6,633,782	981,588	17.37%	6,907,677	1,255,483	22.21%	8,412,443	2,760,249	48.84%	7,358,985	1,706,791	30.20%
Obaveze po osn. PDV i ost. javnih prih.	121	16,396,457	15,659,850	-736,607	-4.49%	16,285,856	-110,601	-0.67%	13,318,525	-3,077,932	-18.77%	14,340,805	-2,056,652	-12.54%
Kratkoročne finansijske obaveze (dospeća dugoročnih kredita)	117	21,369,737	28,339,123	6,969,386	32.61%	29,931,023	8,561,286	40.06%	29,869,614	8,499,877	39.78%	22,256,293	886,556	4.15%
Ukupna pasiva (uk kapital i obaveze)	124	209,967,384	210,232,215	264,831	0.13%	202,409,744	-7,557,640	-3.60%	187,924,980	-22,042,404	-10.50%	199,333,205	-10,634,179	-5.06%
BILANS USPEHA														
Poslovni prihodi	201	85,816,688	87,319,382	1,502,694	1.75%	88,546,715	2,730,029	3.18%	86,512,658	695,972	0.81%	85,761,809	-54,877	-0.06%
Prihodi od prodaje	202	85,280,888	86,863,661	1,582,773	1.86%	88,058,336	2,777,448	3.26%	85,958,349	677,461	0.79%	85,339,207	-58,319	-0.07%
Poslovni rashodi	207	64,934,780	67,747,566	2,812,786	4.33%	68,771,989	3,837,209	5.91%	69,962,889	5,028,109	7.74%	70,389,778	5,454,998	8.40%
Troškovi materijala	209	5,299,621	6,015,330	715,709	13.50%	6,663,368	1,363,747	25.73%	6,910,241	1,610,620	30.39%	5,845,003	545,382	10.29%
Troškovi amortizacije i rezervisanja	211	16,961,352	17,393,011	431,659	2.54%	17,105,137	143,785	0.85%	16,605,657	-355,695	-2.10%	16,526,329	-435,023	-2.56%
Troškovi zarada	210	12,659,018	14,958,638	2,299,620	18.17%	12,961,304	302,286	2.39%	13,553,579	894,561	7.07%	14,138,177	1,479,159	11.68%
Finansijski prihodi	215	7,767,041	7,508,781	-258,260	-3.33%	7,001,762	-765,279	-9.85%	6,164,117	-1,602,924	-20.64%	5,781,961	-1,985,080	-25.56%
Finansijski rashodi	216	9,948,477	3,253,464	-6,695,013	-67.30%	12,466,791	2,518,314	25.31%	4,127,229	-5,821,248	-58.51%	5,402,414	-4,546,063	-45.70%
Ostali prihodi	217	3,227,652	3,487,038	259,386	8.04%	2,399,729	-827,923	-25.65%	2,536,479	-691,173	-21.41%	1,325,058	-1,902,594	-58.95%
Ostali rashodi	218	5,181,389	4,020,180	-1,161,209	-22.41%	6,144,505	963,116	18.59%	3,906,994	-1,274,395	-24.60%	1,182,958	-3,998,431	-77.17%
Ukupni prihodi		96,811,379	98,315,201	1,503,822	1.55%	97,948,206	1,136,827	1.17%	95,213,254	-1,598,125	-1.65%	92,868,828	-3,946,551	-4.07%
Ukupni rashodi		80,084,646	75,021,210	-5,063,436	-6.30%	87,383,285	7,318,639	9.14%	77,997,112	-2,087,534	-2.58%	78,975,150	-3,089,496	-3.86%
Poslovni dobitak	213	20,881,908	19,571,816	-1,310,090	-6.27%	19,774,726	-1,107,180	-5.30%	16,549,769	-4,332,137	-20.75%	15,372,031	-5,509,875	-26.39%
Dobit pre oporezivanja	223	16,164,691	23,148,767	6,984,076	43.21%	10,410,601	-5,754,090	-35.60%	17,216,142	1,051,451	6.50%	16,047,561	-1,117,130	-0.72%
Porez na dobit	225	633,518	1,102,616	469,098	74.05%	392,579	-240,939	-38.03%	1,799,882	1,166,364	184.11%	1,570,950	937,432	147.97%
Neto dobit	229	15,789,429	22,274,202	6,484,773	41.07%	11,251,155	-4,538,274	-28.74%	15,329,136	-460,293	-2.92%	16,877,272	1,087,843	6.89%

PRILOG 4: Vertikalna analiza - Telekom Srbija a.d. Beograd

Izvodi iz finansijskih izveštaja	2009 (%)	2010 (%)	2011 (%)	2012 (%)	2013 (%)	2014 (%)
BILANS STANJA						
AKTIVA						
Stalna (dugotrajna) imovina	84,74%	85,30%	82,28%	81,65%	84,88%	78,71%
Nematerijalna imovina	4,02%	3,48%	3,05%	3,16%	2,99%	1,95%
Nekretnine, postrojenja i oprema	52,62%	52,55%	49,47%	47,41%	48,40%	44,34%
Dugoročni finansijski plasmani (učešća u kapitalu zavisnih pred.)	28,10%	29,27%	29,76%	31,08%	33,49%	32,42%
Obrtna (kratkotrajna) imovina	14,86%	14,18%	17,09%	17,08%	13,80%	18,84%
Zalihe	2,77%	3,07%	3,16%	3,08%	3,75%	3,06%
Kratkoročna potraživanja, plasmani i gotovina	12,09%	11,11%	13,93%	13,99%	10,05%	0,00%
Potraživanja od kupaca	6,34%	5,90%	5,89%	6,16%	6,67%	6,22%
Kratkoročni finansijski plasmani	0,00%	0,00%	0,00%	0,14%	0,32%	0,41%
Gotovinski elementi i gotovina	4,49%	3,79%	6,67%	5,37%	1,07%	6,39%
Poslovna imovina	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Ukupna aktiva	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
PASIVA						
Kapital (uk kapital i rezerve)	53,71%	58,24%	62,31%	49,41%	57,34%	57,28%
Osnovni kapital (akcijski)	39,17%	39,30%	39,25%	49,41%	53,22%	50,17%
Neraspoređeni dobitak	14,27%	18,66%	22,78%	7,86%	12,59%	15,09%
Dugoročna rezervisanja i obaveze	46,29%	41,76%	37,69%	50,59%	42,66%	42,72%
Dugoročna rezervisanja	0,98%	0,88%	0,77%	0,88%	0,95%	0,96%
Dugoročne obaveze	23,41%	19,87%	8,24%	23,05%	12,69%	14,25%
Ukupne kratkoročne obaveze	21,90%	21,01%	28,68%	26,67%	29,01%	27,51%
Obaveze prema dobavljačima	3,26%	2,69%	3,16%	3,41%	4,48%	3,69%
Obaveze po osnovu PDV i ostalih javnih prihoda	7,16%	7,81%	7,45%	8,05%	7,09%	7,19%
Kratkoročne finansijske obaveze (dospeća dugoročnih kredita)	11,18%	10,18%	13,48%	14,79%	15,89%	11,17%
Ukupna pasiva	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
BILANS USPEHA						
Poslovni prihodi	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Prihodi od prodaje	99,34%	99,38%	99,48%	99,45%	99,36%	99,51%
Poslovni rashodi	75,42%	75,67%	77,59%	77,67%	80,87%	82,08%
Troškovi materijala	5,17%	6,18%	6,89%	7,53%	7,99%	6,82%
Troškovi amortizacije i rezervisanja	19,80%	19,76%	19,92%	19,32%	19,19%	19,27%
Troškovi zarada	15,28%	14,75%	17,13%	14,64%	15,67%	16,49%
Finansijski prihodi	9,43%	9,05%	8,60%	7,91%	7,13%	6,74%
Finansijski rashodi	13,01%	11,59%	3,73%	14,08%	4,77%	6,30%
Ostali prihodi	3,71%	3,76%	3,99%	2,71%	2,93%	1,55%
Ostali rashodi	5,97%	6,04%	4,60%	6,94%	4,52%	1,38%
Ukupni prihodi	113,14%	112,81%	112,59%	110,62%	110,06%	108,29%
Ukupni rashodi	94,40%	93,30%	85,92%	98,69%	90,16%	89,75%
Poslovni dobitak	24,58%	24,33%	22,41%	22,33%	19,13%	17,92%
Dobit pre oporezivanja	18,74%	18,84%	26,51%	11,76%	19,90%	18,71%
Porez na dobit	0,63%	0,74%	1,26%	0,44%	2,08%	1,83%
Neto dobit	18,26%	18,40%	25,51%	12,71%	17,72%	19,68%

PRILOG 5: KOMPARATIVNA VERTIKALNA ANALIZA
(Telekom Srbija, Hrvatski Telekom T-HT i BH Telekom)

Izvodi iz finansijskih izveštaja	2011			2012			2013		
	T-HT	BH Telekom	Tikom Srbija	T-HT	BH Telekom	Tikom Srbija	T-HT	BH Telekom	Tikom Srbija
BILANS STANJA									
AKTIVA									
Stalna (dugotrajna) imovina	58,6%	63,6%	82,3%	61,5%	67,4%	81,7%	62,2%	66,2%	84,9%
Nematerijalna imovina	6,6%	9,3%	3,0%	7,1%	8,6%	3,2%	9,0%	7,8%	3,0%
Nekretnine, postrojenja i oprema	44,5%	50,2%	49,5%	42,7%	50,2%	47,4%	42,5%	53,5%	48,4%
Dugoročni finansijski plasmani	0,0%	3,8%	29,8%	0,0%	8,2%	31,1%	0,0%	4,5%	33,5%
Obrtna (kratkotrajna) imovina	41,4%	23,4%	17,1%	38,5%	18,6%	17,1%	37,8%	20,4%	13,8%
Zalihe	1,2%	3,1%	3,2%	1,0%	3,0%	3,1%	0,7%	3,0%	3,7%
Potraživanja od kupaca	8,7%	14,9%	5,9%	8,2%	5,0%	6,2%	8,5%	5,3%	6,7%
Kratkoročni finansijski plasmani	0,0%	9,6%	0,0%	0,0%	0,8%	0,1%	0,0%	1,1%	0,3%
Gotovinski elementi i gotovina	27,9%	6,1%	6,7%	23,7%	9,1%	5,4%	15,4%	10,2%	1,1%
Poslovna imovina	100,0%	87,0%	100,0%	100,0%	86,1%	100,0%	100,0%	86,5%	100,0%
Ukupna aktiva	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
PASIVA									
Kapital (uk kapital i rezerve)	85,1%	75,4%	62,3%	84,1%	74,8%	49,4%	84,6%	75,4%	57,3%
Osnovni kapital (akcijski)	62,4%	43,0%	39,3%	62,4%	43,2%	49,4%	64,1%	43,3%	53,2%
Neraspoređeni dobitak	19,6%	20,8%	22,8%	18,5%	20,3%	7,9%	17,4%	20,8%	12,6%
Dugoročna rezervisanja i obaveze	0,0%	2,5%	37,7%	0,0%	2,3%	50,6%	0,0%	2,2%	42,7%
Dugoročne obaveze	2,3%	1,1%	8,2%	2,1%	0,8%	23,1%	2,1%	0,4%	12,7%
Ukupne kratkoročne obaveze	12,6%	5,5%	28,7%	13,8%	5,3%	26,7%	13,3%	5,0%	29,0%
Obaveze prema dobavljačima	9,6%	2,7%	3,2%	10,6%	3,6%	3,4%	11,5%	3,3%	4,5%
Kratkoročne finansijske obaveze (dospeća dugoročnih kredita)	0,0%	1,3%	13,5%	0,0%	0,4%	14,8%	0,0%	0,4%	15,9%
Ukupna pasiva (uk kapital i obaveze)	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
BILANS USPEHA									
Poslovni prihodi	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Prihodi od prodaje	96,4%	98,3%	99,5%	98,0%	98,2%	99,4%	98,2%	98,2%	99,4%
Poslovni rashodi	71,5%	75,7%	77,6%	71,6%	77,9%	77,7%	75,4%	78,8%	80,9%
Troškovi materijala	8,9%	2,9%	6,9%	8,7%	3,0%	7,5%	10,9%	2,8%	8,0%
Troškovi amortizacije i rezervis.	17,5%	18,6%	19,9%	17,9%	19,1%	19,3%	20,1%	18,5%	19,2%
Troškovi zarada	15,3%	21,4%	17,1%	15,3%	22,3%	14,6%	15,2%	22,8%	15,7%
Finansijski prihodi	1,0%	2,0%	8,6%	1,1%	1,8%	7,9%	7,2%	1,7%	7,1%
Finansijski rashodi	0,7%	0,7%	3,7%	0,8%	0,4%	14,1%	0,9%	0,3%	4,8%
Ostali prihodi	2,4%	3,6%	4,0%	2,0%	3,5%	2,7%	1,8%	2,9%	2,9%
Ostali rashodi	16,0%	3,1%	4,6%	17,4%	2,2%	6,9%	18,3%	1,8%	4,5%
Ukupni prihodi	103,4%	105,6%	112,6%	103,1%	105,3%	110,6%	102,6%	104,7%	110,1%
Ukupni rashodi	88,2%	79,5%	85,9%	89,7%	80,5%	98,7%	94,6%	80,8%	90,2%
Poslovni dobitak	28,5%	24,3%	22,4%	28,4%	22,1%	22,3%	24,6%	21,2%	19,1%
Dobit pre oporezivanja	29,0%	25,8%	26,5%	29,1%	24,9%	11,8%	24,8%	23,5%	19,9%
Porez na dobit	5,6%	2,7%	1,3%	5,5%	2,6%	0,4%	2,9%	2,6%	2,1%
Neto dobit	23,4%	23,1%	25,5%	23,6%	21,9%	12,7%	21,9%	20,9%	17,7%

PRILOG 6: NAČIN IZRAČUNAVANJA FINANSIJSKIH POKAZATELJA

Pokazatelj	AOP	brojilac	imenilac
Pokazatelji likvidnosti			
Koeficijent tekuće likvidnosti	012/116	obrotna sredstva	kratkoročne obaveze
Koeficijent ubrzane likvidnosti (rigorozni racio likvidnosti, Acid test)	(012-013) /116	obrotna sredstva - zalihe	kratkoročne obaveze
Koeficijent trenutne (gotovinske) likvidnosti	019/116	gotovinski ekvivalenti i gotovina	kratkoročne obaveze
Neto obrtna sredstva	012-116	obrotna sredstva - kratkoročne obaveze	
Pokazatelji poslovne aktivnosti			
Koeficijent obrta potraživanja (kupaca)	202/016	prihodi od prodaje	prosečan saldo potraživanja
Prosečan period naplate potraživanja		365 (dana)	koeficijent obrta potraživanja
Koeficijent obrta zaliha	202/013	prihodi od prodaje	prosečan saldo zaliha
Prosečno vreme trajanja obrta zaliha		365 (dana)	koeficijent obrta zaliha
Koeficijent obrta ukupnih obrtnih sredstava (kratkotr.imovine)	202/012	prihodi od prodaje	prosečan saldo obrtnih sredstava
Koeficijent obrta kapitala	202/101	prihodi od prodaje	kapital
Koeficijent obrta stalnih sredstava (dugotraj.imovine)	202/001	prihodi od prodaje	prosečan saldo dugotrajnih (stalnih) sredstava
Koeficijent obrta ukupnih poslovnih sredstava (imovine)	202/022	prihodi od prodaje	ukupna poslovna sredstva (sadašnja vrednost)
Pokazatelji finansijske strukture (Pokazatelji zaduženosti)			
Racio zaduženosti (Debt ratio)	111/124	dugoročna rezervisanja i obaveze	ukupna pasiva
Odnos obaveza i kapitala (Debt/Equity ratio)	111/101	dugoročna rezervisanja i obaveze	kapital
Koeficijent pokrića kamata	213/667	poslovni dobitak	troškovi kamate na kredite
Racio pokrića obaveza NNT-om iz poslovanja	311/111	NNT iz poslovanja	dugoročna rezervisanja i obaveze
Koeficijent finansijske strukture (finansijski leveridž)	024/101	poslovna imovina	kapital
Koeficijent pokrića dugotrajne imovine	101/001	kapital	stalna (dugotrajna) imovina
Koeficijent finansijske stabilnosti	001/ (101+113)	dugotrajna imovina	kapital + dugoročne obaveze
Pokazatelji rentabilnosti (profitabilnosti)			
Stopa neto dobitka (neto margina)	229/201	neto dobitak	poslovni prihodi
Stopa poslovnog dobitka (bruto margina)	213/201	poslovni dobitak	poslovni prihodi
Stopa prinosa na imovinu (ROA)	213/022	poslovni dobitak	poslovna imovina
Stopa prinosa na kapital (ROE)	229/101	neto dobitak	kapital
Pokazatelji tržišne vrednosti kompanije			
Neto dobitak po akciji (EPS)	229/A	neto dobitak	broj emitovanih akcija (A)
Iznos dividende po akciji	333/A	isplaćena dividenda	broj emitovanih akcija (A)
Pokazatelj isplate dividende	333/229	isplaćena dividenda	neto dobitak
Knjigovodstvena vrednost po akciji	102/A	osnovni (akcijski) kapital	broj emitovanih akcija (A)
Pokazatelji neto novčanog toka (NNT)			
Odnos NNT iz poslovanja i neto dobitka	311/229	NNT iz poslovanja	neto dobitak
Odnos NNT iz poslovanja i ukupne imovine	311/022	NNT iz poslovanja	poslovna imovina
Učešće NNT u prihodima od prodaje	311/202	NNT iz poslovanja	prihodi od prodaje

PRILOG 7: MULTIPLIKATORI UPOREDIVIH TELEKOMUNIKACIONIH OPERATORA

telco	P/E	P/S	P/B	P/FCF	5YA (%)				
					Operating margin	ROE	ROA	Neto profit margin	Beta
Swisscom	16.1	2.3	5.5	21.5	21.1	34.6	8.5	15.04	0.35
Turk Telekom	18.6	1.57	4.8	37.2	25.8	35.4	12.1	16.16	0.95
Telecom Italia	107.1	0.99	1.2		11.2	-3.3	-0.3	-1.02	0.8
Orange Polska	20	0.77	0.77	10.3	9.3	5.4	2.9	5.31	1.01
Telenor	23.6	2.14	3.65	28.2	15.7	12.5	6.5	11.23	0.82
Rostelekom	18.3	0.79	0.77	76.6	17.3	12.9	5.6	9.97	0.2
Telekom Austria	11.4	0.92	1.6	12.6	5.5	-2.1	-0.2	-0.4	0.37
Hrvatski Telekom	10.8	1.74	1.1	17.6	24.2	14.3	11.8	20.4	0.85
BH Telekom	13.5	2.3	1.2		24.6	11.5	10.4	23.24	
Telekom Slovenije		0.7	0.77		0.5	-2	-1	-1.98	
Vimpelcom		0.5	1.4		13.3	1.2	-0.7	-1.53	1.08
OTE	22.4	1.1	1.9	8.6	9.8	15.1	2	3.83	0.72
Telia Sonera	14.9	2	2	12.1	26.4	15.4	7.7	18.91	0.74
Bouygues Telecom	30.8	0.34	1.5	32.5	4.4	6.8	2.1	2.27	0.84
Bezeq	9.4	2.27	6.9	63.7	30.8	59.1	13.9	20.53	0.9
Orange France	38.4	0.95	1.24	44.2	13.7	8.7	2.7	5.74	1.1
TDC Danska	15.5	1.4	1.33	38	17.6	12.9	4.2	11.06	0.64
Deutsche Telecom	36.4	1.06	2.5		6.4	0.5	0.3	0.67	1.16
Telefonica	22.4	1.3	2.5		18.3	24.7	4.6	9.85	0.97
Magyar Telecom	15.2	0.65	0.85		13.6	6	3.4	6.08	0.59
mediana	18.45	1.08	1.45	28.2	14.7	12	3.8	7.97	0.83

Izvor: Izrada autora, www.investing.com, www.infinancials.com

PRILOG 8: Analiza diskontovanja novčanih tokova za Telekom Srbija a.d.

Telekom Srbija DNT

Terminal Discount rate = WACC = 14.0%

Terminal FCF growth = g = 1.50%

Telekom Srbija a.d. Beograd		istorijski podaci							procenjena vrednost				
Izvodi iz finansijskih izveštaja	AOP	2009	2010	2011	2012	2013	2014	prosek	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e
Poslovni prihodi	201	85,131,788	85,816,688	87,319,382	88,546,715	86,512,658	85,761,809		85,933,333	86,105,199	86,535,725	87,401,083	88,712,099
godišnji rast prihoda (%) g			0.80%	1.75%	1.41%	-2.30%	-0.87%	0.16%	0.20%	0.20%	0.50%	1.00%	1.50%
Poslovni rashodi	207	64,206,643	64,934,780	67,747,566	68,771,989	69,962,889	70,389,778		71,797,574	73,233,525	74,698,196	76,192,159	77,716,003
godišnji rast rashoda (%)			1.13%	4.33%	1.51%	1.73%	0.61%	1.86%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
Poslovna dobit	213	20,925,125	20,881,908	19,571,816	19,774,726	16,549,769	15,372,031		14,135,759	12,871,674	11,837,530	11,208,923	10,996,096
marginu poslovne dobiti		24.58%	24.33%	22.41%	22.33%	19.13%	17.92%	21.80%	16.45%	14.95%	13.68%	12.82%	12.40%
EBIT		19,270,432	18,166,799	24,768,878	14,664,393	20,245,668	18,056,396		18,905,333	18,943,144	19,037,860	19,228,238	19,516,662
EBIT margina		22.64%	21.17%	28.37%	16.56%	23.40%	21.05%	22.20%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%
Troškovi kamata		3,316,005	2,002,108	1,620,111	4,253,792	3,029,526	2,008,835		2,578,000	2,583,156	2,596,072	2,622,032	2,661,363
% od prihoda		3.90%	2.33%	1.86%	4.80%	3.50%	2.34%	3.12%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
Porezi		405,711	375,262	874,565	-840,554	1,887,008	-829,711		1,890,533	1,894,314	1,903,786	2,884,236	2,927,499
% EBIT		2.11%	2.07%	3.53%	-5.73%	9.32%	-4.60%	1.12%	10.00%	10.00%	10.00%	15.00%	15.00%
Neto dobit		15,548,716	15,789,429	22,274,202	11,251,155	15,329,136	16,877,272		14,436,800	14,465,673	14,538,002	13,721,970	13,927,800
% rasta YoY			1.55%	41.07%	-49.49%	36.24%	10.10%	7.90%	-5.82%	0.20%	0.50%	-5.61%	1.50%
dodaj Amortizacija (D&A)		16,574,030	16,937,205	17,384,142	16,802,202	16,395,868	16,526,329		16,327,333	16,359,988	16,441,788	15,732,195	15,968,178
% prihoda		19.47%	19.74%	19.91%	18.98%	18.95%	19.27%	19.40%	19.00%	19.00%	19.00%	18.00%	18.00%
working capital (WC)	012-116	-14,829,862	-14,338,259	-24,374,273	-19,410,171	-28,588,515	-17,294,504		-12,138,504	-8,972,192	-1,780,049	3,464,016	8,786,742
oduzmi promene WC			491,603	-10,036,014	4,964,102	-9,178,344	11,294,011		5,156,000	5,166,312	5,192,144	5,244,065	5,322,726
% prodaje			0.57%	-11.49%	5.61%	-10.61%	13.17%	-0.60%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%
oduzmi CAPEX		14,109,467	15,640,938	10,772,918	12,207,837	13,259,836	12,468,027		12,890,000	12,915,780	12,980,359	11,362,141	11,532,573
% capex/prodaja		16.57%	18.23%	12.34%	13.79%	15.33%	14.54%	15.10%	15.00%	15.00%	15.00%	13.00%	13.00%
Free Cash Flow		21,329,284	18,596,201	40,541,551	15,135,210	30,673,038	11,650,398		15,296,133	15,326,725	15,403,359	15,469,992	15,702,041
Diskontni faktor									0.88	0.77	0.67	0.59	0.52
Diskontovani cash flow									13,417,661	11,793,418	10,396,829	9,159,477	8,155,148
Terminalna vrednost (TV)		127,500,577											127,500,577
NPV of TV		66,219,804											
NPV of Cash Flow		52,922,532											
Projected EV	119,142,336	x1000 RSD											
minus: Ukupan dug	83,241,471	x1000 RSD											
plus: Cash	12,745,242	x1000 RSD											
Projected Equity Value	48,646,107	x1000 RSD											
Projected Equity Value	405,384	x1000 €											
EV	992,852.80	x1000 €											