



UNIVERZITET SINGIDUNUM

Master akademske studije
Poslovna ekonomija

MASTER RAD
ANALIZA FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA I PROCENA
BUDUĆE VREDNOSTI – STUDIJA SLUČAJA NIS a.d.

Mentor:
Prof.dr Lidija Barjaktarević

Kandidat:
Aleksandra Jovanov
Br indeksa: 401918/2013

Beograd, 2015.

SADRŽAJ

1. UVOD.....	4
1.1. Teorijsko metodološke osnove	4
1.2. Značaj i aktuelnost istraživanja	5
1.3. Polazišta predmeta istraživanja	5
1.4. Ciljevi istraživanja	6
1.5. Hipoteze istraživanja.....	6
1.6. Metode istraživanja.....	7
1.7. Struktura rada	8
2. FINANSIJSKA ANALIZA.....	9
2.1. Analiza finansijskog položaja.....	9
2.2. Analiza uspešnosti poslovanja.....	11
2.3. Kvalitativna i kvantitativna finansijska analiza.....	14
3. FINANSIJSKO IZVEŠTAVANJE	16
3.1. Finansijsko izveštavanje u konceptu korporativnog upravljanja.....	16
3.2. Pojam i vrste finansijskih izveštaja.....	18
3.2.1. Bilans stanja.....	18
3.2.2. Bilans uspeha	19
3.2.3. Izveštaj o promenama na kapitalu.....	20
3.2.4. Izveštaj o tokovima gotovine.....	20
3.2.5. Napomene uz finansijske izveštaje	21
4. ULOGA MARKETING INFORMACIONIH SISTEMA U FINANSIJSKOM ODLUČIVANJU.....	22
4.1. Pojam marketing menadžmenta.....	22
4.2. Koncept marketinškog informacionog sistema	25
4.3. Sistemi za podršku marketinškom odlučivanju (MDSS).....	25
4.4. Tehnički elementi i funkcionisanje marketinškog informacionog sistema.....	25
5. PROCENA VREDNOSTI PREDUZEĆA.....	27
5.1. Modeli procene vrednosti.....	28
5.2. Principi u proceni vrednosti	30
5.3. Izbor metode procene.....	31
5.4. Elementi za procenu vrednosti	32

5.5. Prinosni pristup.....	34
6. STUDIJA SLUČAJA - NIS	37
6.1. Interno okruženje	37
6.2. Eksterno okruženje	40
6.3. Rizici u poslovanju	41
6.4. Pregled sredstava i obaveza preduzeća	42
6.5. Analiza finansijskih izveštaja	45
6.6. Racio analiza	50
6.6.1. Pokazatelji likvidnosti	50
6.6.2. Pokazatelji finansijske strukture	52
6.6.3. Pokazatelji rentabilnosti	54
6.6.5. Pokazatelji poslovne aktivnosti	55
6.7. Procena buduće vrednosti.....	57
6.7.1. Metod multiplikatora.....	58
6.7.2. Primena prinosnog pristupa – metod diskontovanja budućih rezultata.....	61
ZAKLJUČAK	66
LITERATURA.....	66

1. UVOD

1.1. TEORIJSKO METODOLOŠKE OSNOVE

Analiza finansijskog položaja i uspešnosti predstavlja osnovni element utvrđivanja ukupne poslovne pozicije kompanije na tržištu i okosnicu strategije na kojoj će počivati njegov dalji razvoj. Preduzeće posluje u uslovima promenljivog i konkurentnog tržišnog okruženja, tako da ni razvoj ni opstanak kompanije nisu unapred sigurni. U kontekstu opstanka kompanije neophodno je upravljanje poslovanjem i razvojem. U tom smislu uočava se važnost analize poslovanja kompanije koja obezbeđuje informacije potrebne za upravljanje. Sastavni deo analize poslovanja je i analiza finansijskih izveštaja, koja istovremeno predstavlja i jedan od koraka u proceni vrednosti kompanije.

Finansijska analiza predstavlja proces primene različitih analitičkih postupaka i tehnika pomoću kojih se podaci iz finansijskih izveštaja pretvaraju u upotrebljive informacije relevantne za upravljanje poslovanjem i razvoj kompanije. Zadatak finansijske analize je da prepozna dobre osobine kompanije, da bi se te osobine koristile na pravi način, da prepozna slabost kompanije, kako bi moglo da se preduzmu i odgovarajuće korektivne mere, ali i da se uklone greške i smetnje u poslovanju. Osnovni cilj analize finansijskih izveštaja je ocena prošlih ostvarenja, ali i stvaranje podloge za donošenje odluka o nekim budućim stvaranjima.

Sadržaj strane kompanije kao deo okruženja u kome posluje jeste i sistem mnogih interesa. Tu su interesi vlasnika, menadžmenta, kreditora, potencijalnih poslovnih partnera, fiskalnih organa i vlade i društva u celini. Bez obzira što su njihovi ciljevi na prvi pogled međusobno konfliktni, uglavnom svi žele da kompanija uspešno posluje i ostvaruje dobitak. Na osnovu informacije o poslovanju date kompanije biće donete i određene poslovne odluke: investitori će znati da li treba da ulažu u kompaniju, kreditori da li da odobre kredite, vlada i njene agencije će ove informacije koristiti u svrhu odlučivanja o ekonomskoj politici zemlje.

Analizom finansijskih pokazatelja pomoću ratio brojeva dolazimo do saznanja o finansijskom položaju preduzeća. Uočavanje svih mana i prednosti u poslovanju moglo bi da posluži kao jedna od polazni tačaka pri donošenju predloga mera za unapređenje poslovanja kao i za dalji razvoj kompanije, širenje tržišta u zemlji i regionu. Oslanjajući se na primenu

računovodstvenih standarda i normi i prihvatajući ustanovljene i proverene tehnike finansijske analize date kompanije za polaznu osnovu imaće analizu finansijskih izveštaja.

1.2. Značaj i aktuelnost istraživanja

Teorijski značaj istraživanja ogleda se u mogućnosti primene teorije o finansijskoj analizi na poslovanje preduzeća koja posluje u Republici Srbiji. Empirijski značaj istraživanja obuhvata finansijsku analizu vodeće kompanije u sektoru prerađivačke industrije - proizvodnja i prerada nafte i gasa, promet naftnih derivata, NIS a.d. Novi Sad, u preiodu od 2011. godine do 2013. godine. Predmet rada je opisivanje pristupa i metoda procene vrednosti preduzeća. Ovo pitanje je veoma aktuelno u savremenom poslovnom okruženju koje odlikuje velika promenljivost i nestabilnost. Kako bi se zaštitili sve zainteresovane strane za poslovanje preduzeća, neophodno je pouzdano odrediti rizike koji mogu u budućem periodu uticati na njegovu vrednost.

1.3. Polazišta predmeta istraživanja

Adekvatno upravljanje finansijskim resursima je uslov uspešnog poslovanja privrednih društava. Upravljanje finansijskim resursima je zasnovano na analizi finansijskih izveštaja. Finansijska analiza predstavlja ispitivanje i ocenu finansijskog položaja i uspešnosti poslovanja preduzeća. Osnov za finansijsku analizu čine osnovni finansijski izveštaji. Za sagledavanje i ocenu finansijskog statusa i sposobnosti privrednog društva neophodno je analizirati sve finansijske izveštaje, jer analiza svakog od izveštaja ponaosob ukazuje na određene aspekte poslovanja. Postupak finansijske analize obuhvata analizu poslovanja preduzeća u prošlosti i sadašnjosti kako bi se što pouzdanije prognozirala njegova buduća poslovna aktivnost. Opšti ciljevi finansijske analize odnose se na sagledavanje zarađivačke sposobnosti privrednog društva i njegovog finansijskog položaja, dok su posebni ciljevi analize zadovoljavanje informacionih potreba investitora.

Poseban cilj finansijske analize jeste i predviđanje buduće vrednosti privrednog društva. Računovodstvene informacije se koriste u statističkim modelima na osnovu kojih se predviđa sposobnost privrednog društva da kontinuirano posluje ili se predviđa otvaranje stečajnog postupka. Investitori i druge zainteresovane strane koriste računovodstvene informacije u cilju procene kvaliteta ostvarenog rezultata kompanije i budućih novčanih tokova koji su povezani sa njihovim ulaganjima, ili, ako su zainteresovane strane država i njene institucije, radi donošenja

odluka o podsticanju određenih delatnosti i privrednih grana ili monetarnoj, odnosno fiskalnoj politici.

Namene procene vrednosti preduzeća su različite. Jedna od namena je investiranje u odabaranu preduzeće. Vrednost dobijena procenom preduzeća je pouzdani pokazatelj investitoru koji želi da uloži raspoloživa sredstva. Racionalan investitor investira ukoliko je sadašnja vrednost očekivanih koristi najmanje jednaka nabavnoj ceni. Međutim, procena vrednosti je veoma složen postupak koji zahteva mnoštvo različitih informacija. U proceni vrednosti preduzeća neophodno je definisati mogućnost nastanka rizika usled razlika između ostvarenih i predviđenih povrata, i napraviti razliku između specifičnih rizika koji su karakteristični samo za pojedina preduzeća i opšteg rizika koji važi za većinu preduzeća.

1.4. Ciljevi istraživanja

Osnovni cilj finansijske analize jeste pružanje informacija potrebnih za donošenje finansijskih odluka od strane korisnika informacija. Korisnici informacija mogu biti interni i eksterni. Interni korisnici su: vlasnici kapitala – insajderi, uprava kompanije, poslovni organi i sindikat, a eksterni korisnici su: vlasnici kapitala – autsajderi, poverioci, konkurenti, poslovna udruženja, državni organi, sindikati i statistika.

Naučni cilj ovog istraživanja biće detaljna analiza finansijskih pokazatelja, kao specifičnosti finansijske analize kompanije u svrhu utvrđivanja dometa i ograničenja teorijskih postavki finansijske analize.

Društveni cilj istraživanja je da pruži čitaocu neophodne informacije o celo-kupnom poslovanju datog preduzeća i utvrđivanju njene vrednosti na osnovu analize finansijskih izveštaja, ali i sagledavanja tzv. mekih faktora kvalitativne analize.

1.5. Hipoteze istraživanja

U istraživanju se polazi od generalne hipoteze da je finansijski položaj preduzeća NIS a.d. Novi Sad povoljan i da finansijski rezultat poslovanja preduzeće ima rastući trend.

Iz generalne hipoteze se izvlače posebne hipoteze:

- NIS a.d. je likvidno preduzeće.
- Finansijski rezultat kompanije je pozitivan u posmatranom periodu.
- Korišćenje imovine preduzeća nije dovoljno efikasno.

- Finansijska snaga preduzeća je značajna, što zadovoljava kriterijume primene prinosnog pristupa u proceni vrednosti.
- Akcije preduzeća su predmet trgovine na berzi pa se može primeniti i tržišni pristup procene vrednosti.
- Preduzeće je umereno zaduženo, i u stanju je da otplati svoje kratkoročne obaveze i dugoročne obaveze i ima trend smanjenja zaduženosti.

Hipoteze će biti dokazane izvođenjem finansijskih pokazatelja kroz postupak finansijske analize podataka dobijenih iz godišnjih izveštaja i finansijskih izveštaja preduzeća za 2011, 2012 i 2013. godinu, napomena uz finansijske izveštaje i analize poslovnog okruženja.

1.6. Metode istraživanja

Izbor naučnih metoda, koje će se koristiti za prikupljanje relevantnih podataka u istraživanju uslovljen je karakterom determinisanog predmeta istraživanja. U istraživanju će biti korišćene sledeće naučne metode: osnovne, opštenaučne i metode i tehnike prikupljanja podataka. Osnovne metode koje će se primeniti jesu metod upoređivanja, metod komparacije, metod sinteze (osnovne sintetičke metode), metod analize (osnovne analitičke metode). Opštenaučne metode koje će se primeniti su hipotetičko – deduktivna metoda, statistička metoda i analitičko – deduktivna metoda. Metode i tehnike prikupljanja podataka u radu biće ispitivanje i metoda analize finansijskih izveštaja kompanije kao i analiza sadržaja. Primena navedenih metoda će omogućiti određena saznanja na osnovu kojih će proisteći završna mišljenja istraživanja.¹

Metoda upoređivanja sastoji se u upoređivanju jednog predmeta u tri perioda ili mesta, ili dva predmeta jednog određenog mesta. U radu će se upoređivati podaci iz finansijskih izveštaja preduzeća i na osnovu dobijenih rezultata će biti dat komentar ustanovljenih razlika. Takođe će se vršiti vremensko poređenje bilansnih pozicija posmatranog preduzeća za period od 2011. godinedo 2013. godine.

Primenom metode sintetizovanja u završnoj fazi procesa analize poslovanja kompanije će doći do ocenjivanja na osnovu logičkih zapažanja. Zapažanja koja se uoče će biti protumačena i daće se zaključak o uspesima ili neuspesima poslovanja posmatrane kompanije.

¹Miljević, I.M. (2007) Metodologija naučnog rada, Filozofski fakultet, Sarajevo, str.70-71.

Komparativna analizajemetoda koja će imati za cilj da poredi rezultate racio analize bilansa stanja i uspeha za tri poslovne godine posmatranog preduzeća i na osnovu toga će se doći do zaključka o finansijskom položaju i obezbediti informaciona podrška za utvrđivanje vrednosti kompanije.

1.7. Struktura rada

Rad se sastoji od pet delova, uvoda i zaključka. U prvom delu rada objasniće se teorijsko metodološki okvir istraživanja. Drugi deo rada će se posvetiti finansijskoj analizi preduzeća i njenom značaju. U trećem delu će biti reči o ulozi finansijskog izveštavanja u savremenom poslovanju i objasniće se karakteristike najznačajnijih finansijskih izveštaja. U četvrtom delu će se objasniti uloga marketing informacionog sistema u finansijskom odlučivanju. Peti deo rada će obuhvatiti pristupe i metode procene vrednosti preduzeća, kao i elemente neophodne za sprovođenje postupka procene. U šestom delu rada će se na primeru NIS a.d. prikazati postupak sprovođenja finansijske analize i procene vrednosti preduzeća.

2. FINANSIJSKA ANALIZA

Finansijska analiza obuhvata detaljno istraživanje, kvantificiranje, deskripciju i ocenu finansijskog statusa i uspešnosti poslovanja privrednog društva (Stojiljković & Krstić, 2009). U ovom delu rada opisać se osnovne vrste finansijskog izveštavanja.

2.1. Analiza finansijskog položaja

Sam pojam „analiza” potiče od grčke reči „analysis” što znači raščlanjavanje, raščlapanje ili rastavljanje nekog složenog objekta na njegove sastavne delove. Nakon raščlanjavanja celine na delove vrši se sagledavanje odnosa između sastavnih elemenata celine (Barjaktarović et al., 2011).

Finansijski položaj preduzeća određen je stanjem finansijske ravnoteže, zaduženosti, solventnosti, održavanjem realne vrednosti sopstvenog kapitala i reprodukcijom sposobnošću. Ovde treba razlikovati dobar, prihvatljiv i loš finansijski položaj.

Finansijska situacija preduzeća se definiše „*kroz njegovu sposobnost da održi stepen likvidnosti dovoljan da osigura permanentno usklađivanje monetarnih tokova*”. Pomenuti autor smatra, dakle, da se „konfrontiranjem između stepena likvidnosti elemenata aktive i stepena dospelosti obaveza”, određuje finansijska situacija (Vidaković, 2007, str.38).

Dobar finansijski položaj znači da finansijska ravnoteža obezbeđuje sigurnost u održavanju likvidnosti. Prihvatljiv finansijski položaj je ako finansijska ravnoteža omogućava održavanje likvidnosti, a ako je zaduženost takva da obezbeđuje relativnu nezavisnost. Loš finansijski položaj preduzeća je ako finansijska ravnoteža ne omogućava održavanje likvidnosti, a ako zaduženost ne obezbeđuje nezavisnost i sigurnost poverilaca.

Analiza ima svoja dva aspekta; kvalitativni i kvantitativni. Kvalitativni aspekt obuhvata identifikovanje sastavnih-konstitutivnih delova analiziranog objekta-celine. Kvantitativni aspekt analize podrazumeva postupak komparacije-upoređivanja sa ciljem utvrđivanja odnosa ili relacija između sastavnih-konstitutivnih delova analiziranog objekta-celine (Barjaktarović et al., 2011).

Budući da finansijski položaj uslovljava više činilaca, u realnom životu oni mogu da budu u oprečnosti, jedan dobar drugi loš, što otežava konačnu ocenu o finansijskom

položaju. Taj problem se olakšava vremenskim upoređenjem i prostornim upoređenjem, upoređenjem sa konkurencijom. Ovo zato što vremensko upoređenje omogućava uočavanje razvoja finansijskog položaja a prostorno upoređenje omogućuje ocenu finansijskog položaja preduzeća u odnosu na finansijski položaj konkurencije, što čini pouzdanu osnovu za zaključivanje o izgledima preduzeća na razvoj pa i opstanak s obzirom na razlike između njegovog finansijskog položaja i finansijskog položaja konkurencije. Ovde se postavlja problem izbora uporednog preduzeća, to može da bude najbolje konkurentno preduzeće ili sva konkurentna preduzeća u zemlji.

Analiza finansijskog položaja se oslanja na podatke iz bilansa stanja i podrazumeva (Stanišić, 2006, str.118):

1. Analizu dugoročne finansijske ravnoteže - koja se bazira na izračunavanju i analitičkoj interpretaciji sledećih racio brojeva: racia dugoročnog finansijskog ekvilibri-juma, racia pokrića imobilizacija dugoročnim kapitalom, racia pokrića imobilizacija sopstvenim kapitalom i dodatne analize NOF-a
2. Analizu kratkoročne finansijske ravnoteže - koja se bazira na izračunavanju i analitičkoj interpretaciji sledećih racio brojeva: opšteg racia likvidnosti, rigoroznog racia likvidnosti, racia pokrića tekućih obaveza i racia gotovinske likvidnosti
3. Analizu visine, strukture i dinamike sredstava - koja se bazira na izračunavanju i analitičkoj interpretaciji racia globalne i razuđene strukture imovine
4. Analizu visine, strukture i dinamike kapitala - koja se bazira na izračunavanju i analitičkoj interpretaciji racia globalne, vlasničke i ročne strukture kapitala
5. Analizu efikasnosti upravljanja - koja se bazira na izračunavanju i analitičkoj interpretaciji koeficijenata obrta kupaca, dobavljača, zaliha i sredstava.

U literaturi se obično ciljevi finansijske analize dele na opšte i posebne ili parcijalne (što je prikazano tabelom).

Tabela 1. *Ciljevi finansijske analize*

Opšti	Parcijalni	
Obuhvataju ispitivanje i ocenu finansijske situacije preduzeća i merenje rentabilnosti uloženog kapitala.	Determinisani su interesima i zahtevima pojedinih internih i eksternih korisnika analitičkih finansijskih izveštaja, koji nastaju kao rezultat finansijske analize.	<i>Interni korisnici:</i> adekvatne informacije za potrebe analize, kontrole, planiranja i odlučivanja. <i>Eksterni korisnici</i> (različiti): rentabilnost, sigurnost, maksimiziranje tržišne vrednosti, pozitivna <i>cashflow</i> , sigurnost naplate potraživanja, likvidnost, osnov za kreiranje makroekonomske politike države, osnov za izračunavanje bruto domaćeg proizvoda, sigurnost zaposlenih, poslovanje cele industrijske grane

Izvor. Barjaktarović, L., Jović, Z., Milojević, M., *Poslovne finansije*, Univerzitet Singidunum, Beograd, str. 125

2.2. Analiza uspešnosti poslovanja

Analiza uspešnosti poslovanja se, uglavnom, oslanja na podatke iz bilansa uspeha, mada koristi i podatke iz bilansa stanja i dodatne podatke iz računovodstvene evidencije. Podrazumeva (Rodić, 1997, str.56):

- analizu visine, strukture i dinamike rashoda - koja se bazira na izračunavanju i analitičkoj interpretaciji procentualnog učešća pojedinih vrsta rashoda u ukupnim rashodima,
- analizu visine, strukture i dinamike prihoda - koja se bazira na izračunavanju i analitičkoj interpretaciji procentualnog učešća pojedinih vrsta prihoda u ukupnim prihodima,
- analizu visine i dinamike međurezultata - koja se bazira na izračunavanju i analitičkoj interpretaciji učešća međurezultata u ukupnom rezultatu,
- analizu rentabilnosti - koja se bazira na izračunavanju i analitičkoj interpretaciji parcijalnih i globalnih pokazatelja rentabilnosti, odnosno stope dobiti i stope prinosa,
- analizu ekonomičnosti - koja se bazira na izračunavanju i analitičkoj interpretaciji racia poslovne i ukupne ekonomičnosti,
- analizu produktivnosti - koja se bazira na izračunavanju i analitičkoj interpretaciji racia bilansnog aspekta produktivnosti, i

- analizu tržišne vrednosti - koja se bazira na izračunavanju i analitičkoj interpretaciji racia zarade i dividende po akciji, dividendne stope i odnosa tržišne vrednosti i zarade i tržišne i nominalne vrednosti.

Smisao finansijske analize se sastoji u tome da se na osnovu utvrđenog kvaliteta i kvantiteta analiziranih poslovnih aktivnosti preduzeća, pruže informacije o njegovom bonitetu i trendu razvoja. Informacije dobijene finansijskom analizom predstavljaju po-laznu osnovu za preduzimanje korektivnih mera koje su usmerene na popravljjanje boni-teta i trenda razvoja poslovnih aktivnosti analiziranog preduzeća. Olakšavajuća okolnost u finansijskoj analizi je ta što su sve pojave ili stanja iskazana u istoj tj, novčanoj jedi-nici mere. To sa jedne strane olakšava kvantitativno izražavanje, ali otežava kvalitativno izražavanje jer su svi elementi analize izraženi homogeno u novčanoj jedinici. Pored toga, dejstvo inflacije i deflacije na vrednost novčane jedinice dovodi do toga da iste po-jave ili elementi pojava imaju različite vrednosti u različitim vremenskim trenucima(Barjaktarović et al., 2011).

Opšti ciljevi finansijske analize obuhvataju ispitivanje i ocenu finansijske situacije preduzeća i merenje rentabilnosti uloženog kapitala, kao i pružanje svrsishodnih informacija o tome određenim korisnicima. Posebni (parcijalni) ciljevi finansijske ana-lize determinisani su, pre svega, interesima i zahtevima pojedinih internih i eksternih korisnika analitičkih finansijskih izveštaja, koji nastaju kao rezultat finansijske analize.

Finansijska analiza je postupak uporednog sagledavanja stanja i promena visina vrednosti određenih bilansnih stavki, na osnovu kojeg se donose važne finansijske odluke. Dakle, finansijska analiza predstavlja vid primenjene analize bilansa. Vrednosti bilansnih pozicija, pojedinačno uzevši, nemaju veliki analitički značaj. Međutim, ako ih upoređujemo sa vrednostima drugih bilansnih pozicija, njihova važnost se povećava. Naročito je bitan odnos između onih bilansnih stavki koje stoje u neposrednoj uzročnoj vezi (na primer: prihodi od prodaje-kupci, ili obrtna sredstva-kratkoročne obaveze i si.). Odnos jedne bilansne pozicije prema drugoj, naziva se racio. Analiza ovih, relativnih racio brojeva, predstavlja osnovu finansijske analize. Matematički, reč je o prostom količniku (deljenju) novčanih iznosa dve bilansne stavke. Na osnovu dobijenog rezultata tog deljenja, donose se zaključci, merodavni za upravljanje finansijama preduzeća u budućem periodu.

Veština rukovođenja tj. menadžment finansijske institucije ima cilj da upravljačkim aktivnostium omogući profitabilno poslovanje i razvoj finansijske institucije. Prema Joviću

(2008), to se postiže kroz obavljanje četiri funkcije: planiranje (*planning*); organizovanje (*organizing*); vođenje (*leading*); kontrolisanje (*controlling*).

Racio analiza predstavlja središni deo finansijske analize. U njenoj osnovi senalazi ispitivanje odnosa između logički povezanih delova finansijskih izveštaja sa ciljem da se istaknu objasne ključne relacije od kojih zavisi okean trenutnog i projekcijabudućeg finansijskog položaja i prinosa nesposobnost preduzeća koje je predmet analize (Malinić et al., 2012).

Svaka analiza koja ima za cilj da osvetli opštu politiku preduzeća i pokaže da li je ona u skladu sa potrebama preduzeća, koja se izmerena sa periodičnim rezultatom sa raznih aspekta i da utvrdi da li je njegova visina u skladu sa očekivanjem ili sa nekom fingirnom veličinom koja ima karakter „normale“ (Vidaković, 2007).

Tabela 2. *Vrste finansijskih analiza*

Kriterijum	Vrsta
Korisnici	Interna i eksterna
Metode	Kvalitativna i kvantitativna
Obuhvatnost	Kompleksna i parcijalna
Predmet	Analiza bilansa stanja i analiza bilansa uspeha
Vremenska obuhvatnost	Statička i dinamička
Način pripreme	Prikazane brojevima, tabelama i grafikonima
Instrumenti	Analiza neto obrtnog fonda, racio analiza, cash flow analiza, funds analiza, vizuelna analiza i analiza pomoću računa pokrića

Izvor. Barjaktarović, L., Jović, Z., Milojević, M., *Poslovne finansije*, Univerzitet Singidunum, Beograd, str. 124

Različiti korisnici analize nisu jedini kriterijum koji uslovljava razlikovanje više vrsta analiza, na podelu analize utiču više faktora: predmeti analize, vreme posmatranja, način pripremanja i instrumenti analize.

Prema korisnicima razlikujemo **internu i eksternu analizu**. Interna analiza predstavlja ispitivanje prošlosti, sračunato na ocenu ranijih odluka u vezi sa upravljanjem poslovnim životom preduzeća i poslovnih odluka koje su usmerene na održavanje i razvoj preduzeća u

budućnosti. Ona se vrši na osnovu finansiskih izveštaja o stanju i uspehu i izveštaju o poslovanju, čija je iskazana moć ograničena isključivo mogućnostima informacionog sistema.

Eksterna finansiska analiza koristi se za eksterne potrebe preduzeća ona se razlikuje po obimu i vrsti korišćenja materijala i po svojoj širini tj. određenim brojem poslovnih problema kojima se bavi. Ekstremnih razlika između ove dve analize nema, obe se bave ispitivanjem analize finansiskog stanja u preduzeću.

*Prema predmetu analiziranja razlikujemo **analizu bilansa stanja (finansiskog statusa) i analizu bilansa uspeha (rezultata)**.* Analiza bilansa stanja usmerena je na izpitivanje opšte slike finansiranja i razvoja položaja sigurnosti i likvidnosti, koja su osnova finansiskog zdravlja preduzeća; dok Analiza bilansa uspeha ima za cilj ocenu poslovne efikasnosti. Obe su analize komplementarne.

*Sa gladišta vremena posmatranja razlikujemo **analizu stanja (statika) i analizu razvoja (dinamika)**.* Statistička analiza bavi se bilansom stanja na određeni dan, bilansom uspeha za jednu poslovnu godinu, ona pretpostavlja oslonac u formi opšteg važećeg pravila finansiranja i u formi planiranih veličina zasnovanih na očekivanjima i iskustvu ranijih godina.

Dinamička analiza posmatra razvoj finansijske situacije i rezultata u nizu prethodnih perioda.

*Prema načinu pripremanja razlikujemo **eksternu, internu, statističku ili dinamičku analizu bilansa stanja ili uspeha**,* prikazanih apsolutnih iznosa, relativnim brojevima ili u formi grafikona.

*Prema **instrumentima** analize razlikuju se:* metode vizuelizacije; račun pokrića; ratio analiza; analiza kretanja (fudus flow analiza); cash flow analiza; analiza neto obrtnog fonda.

2.3. Kvalitativna i kvantitativna finansijska analiza

Šire tumačenje pojma analiza podrazumeva dva osnovna postupka i to postupak raščlanjavanja, čiji je cilj identifikovanje delova analiziranog objekta, a koji čini tzv. kvalitativni aspekt analize, i postupak komparacije ili upoređivanja čiji je cilj utvrđivanje odnosa ili relacija između identifikovanih delova analiziranog objekta, a koji čini kvantitativni aspekt analize (Ivaniš, 2008, str.192). Stoga se, prema primenjenim metodama finansijske analize, razlikuju kvalitativna analiza (raščlanjavanje) i kvantitativna analiza (merenje). Kvalitativna analiza

ispituje sastavne delove pojave ili stanja, da bi se utvrdile karakteristike celine, odnosno obeležja i otkrile suprotnosti, kao i prelazak kvantiteta u kvalitet. Kvalitativna analiza bavi se merenjem i praćenjem kvantitativnog kretanja pojave ili stanja i usko je povezana sa kvalitativnom analizom (Ivaniš, 2008).

Na primer, kvalitativnom analizom određenog pojavnog oblika obrtnih sredstava utvrđuju se uzroci usporavanja kretanja obrtnih sredstava, odnosno zbog čega je došlo do kvantitativnog poremećaja kod tog oblika obrtnih sredstava. Iz svega sledi da kvalitativna finansijska analiza predstavlja polaznu osnovu za sva kasnija kvantifikovanja koja se mogu primenjivati u analizi.

Finansijska snaga preduzeća ima kvantitativno i kvalitativno obeležje. U kvalitativnom smislu finansijska snaga preduzeća obuhvata sledeće (Ivaniš, 2008, str.192):

- (1) trajnu sposobnost plaćanja,
- (2) trajnu sposobnost finansiranja,
- (3) očuvanje imovine, i
- (4) povećanje imovine.

Trajna sposobnost plaćanja podrazumeva da je preduzeće u svakom trenutku sposobno da plati sve dospele obaveze. Trajna sposobnost finansiranja podrazumeva da preduzeće može da finansira dugoročna ulaganja iz sopstvenih i pozajmljenih izvora, kao i da finansira kratkoročna ulaganja iz pozajmljenih izvora, pri čemu se ne ugrožava likvidnost, rentabilnost i autonomija preduzeća. Očuvanje imovine podrazumeva poslovanje bez poslovnog gubitka, odnosno očuvanje nesmanjene vrednosti sopstvenih sredstava. Povećanje imovine podrazumeva ostvarivanje akumulacije što omogućava sposobnost finansiranja iz sopstvenih izvora.

U kvantitativnom smislu pod finansijskom snagom preduzeća podrazumeva se obim sredstava kojima preduzeće raspolaže. Kvantitet finansijske snage uslovljava obim poslovanja preduzeća, dok kvalitet finansijske snage uslovljava mogućnost poslovanja preduzeća. Dakle, kvantitativna finansijska analiza utvrđuje obim sredstava kojima posmatrano preduzeće raspolaže.

3. FINANSIJSKO IZVEŠTAVANJE

Prema Međunarodnim računovodstvenim standardima cilj sastavljanja finansijskih izveštaja opšte namene jeste pružanje informacija o finansijskom položaju, uspešnosti i promenama u finansijskom položaju privrednog subjekta koje su korisne širokom krugu korisnika za donošenje ekonomskih odluka, odnosno pružanje informacija o: imovini, obavezama, sopstvenom kapitalu, prihodima i rashodima, uključujući dobitke i gubitke i tokovima gotovine. Finansijski izveštaji takođe pokazuju rezultate načina na koji rukovodstvo upravlja ili način na koji rukovodstvo polaže račune za resurse koji su mu povereni (Knežević, 2009).

Finansijska analiza obuhvata ispitivanje svega onoga što na bilo koji način predstavlja finansijsku situaciju preduzeća. To znači da ona uvek uključuje različite finansijske izveštaje, prvenstveno bilans stanja i bilans uspeha (Barjaktarović et al., 2011).

3.1. FINANSIJSKO IZVEŠTAVANJE U KONCEPTU KORPORATIVNOG UPRAVLJANJA

Promenljivost tržišta, uzrokovana sve jačom internacionalnom i nacionalnom konkurencijom, tehnološkim i društvenim napretkom, sve strožijim pravnim zahtevima i slično, intenzivirala je potrebu za informacijama. Uspeh menadžmenta u odlučivanju i sistematskoj kontroli poslovno finansijskih procesa preduzeća zavisi od količine i kvaliteta raspoloživih informacija. Menadžment privrednog društva je zainteresovan za sve aspekte upravljanja privrednim društvom, a cilj je postizanje likvidnosti, solventnosti i rast.

Prema Đorđević (2012), razvoj složenih oblika organizovanja privrednih društava uslovio je stvaranje manjeg broja ekonomski snažnijih, ali i organizaciono kompleksnijih i komplikovanijih korporativnih entiteta za čije adekvatno vođenje vlasnici angažuju profesionalne i kompetentne timove stručnjaka (menadžere). Korporacije predstavljaju zajednicu različitih interesnih grupa (stakeholdera) - akcionara, menadžmenta, zaposlenih, deponenata, lokalne zajednice. Korporativno upravljanje je sistem u kojem različite strane predstavljaju svoje interese i u uzajamnoj su vezi. Brojni stejkholderi, međutim, često imaju konfliktne ciljeve.

Eksterni korisnici, koji mogu izvršiti direktan uticaj na menadžment preduzeća, su na primer akcionari imaju uticaj na kreiranje poslovne politike i određivanje ciljeve poslovanja, kao i na kontrolu menadžmenta. Ali, osnovni cilj akcionara je generisanje pozitivnih rezultata

poslovanja kako bi se isplatile dividend, ili povećanje cene akcija preduzeća na finansijskom tržištu, da bi se ostvarili kapitalni dobici.

Kreditori štite svoje investicije tako što u ugovorima o kreditu unose restriktivne klauzule kojima se zahteva od menadžmenta preduzeća da održava odgovarajuće finansijske indikatore u zadatim granicama. Njihov cilj je kratkoročna i dugoročna likvidnost privrednog društva. Država i njeni organi su zainteresovani za kratkoročnu likvidnost radi utvrđivanja izvesnosti plaćanja poreza, kretanje broja zaposlenih i obima proizvodnje i prodaje.

Različitost ciljeva korisnika analize finansijskih izveštaja često dovodi do razlike između vrednosti preduzeća koju procenjuju investitori i kreditori, odnosno tržište, tj. prave vrednosti preduzeća (*intrinsic value*) i knjigovodstvene vrednosti (*book value*). Razlozi zbog kojih je tržišna vrednost privrednog društva manja od knjigovodstvene vrednosti su da privredno društvo ne koristi sredstva kojima raspolaže na odgovarajući način i ne koristi sve prilike na tržištu, potcenjenost privrednog društva ili tržišta i sl. Ako je tržišna vrednost privrednog društva veća od knjigovodstvene, razlozi mogu biti u tome da je privredno društvo još u razvoju ili je u fazi pred preuzimanje od strane drugog privrednog društva, privredno društvo ili tržište je precenjeno i sl. (Knežević et al., 2013).

Razlikovanje knjigovodstvene i prave vrednosti preduzeća je rezultat toga da (Knežević. 2009, str.8):

- računovodstveni izveštaji ne sadrže informacije o poslovnim izgledima preduzeća u okruženju u kojem posluje,
- računovodstveni standardi onemogućavaju priznavanje određenih događaja i transakcija koji imaju uticaja na buduću sposobnost preduzeća da generiše novčane tokove, i kod procenjivanja bilansnih pozicija menadžeri su pristrasni.

S obzirom da se stvarna i knjigovodstvena vrednost preduzeća razlikuju, korisnici izveštaja, naročito investitori i kreditori, najviše pažnje usmeravaju na proučavanje kvaliteta računovodstvenih informacija i njihovo uobličavanje da bi se procenili budućí novčani tokovi koje je to preduzeće sposobno da generiše. Tako korisnici finansijskih izveštaja kroz analizu, daju novu dimenziju informacijama koje su u tim izveštajima sadržane (Knežević. 2009).

Finansijski izveštaji su osnov za donošenje odluka o investiranju, odobravanju kreditnih aranžmana, zaključivanju ugovora o saradnji i sl. Potreba top menadžmenta za informacijama prevazilazi podatke iz finansijskih izveštaja – njima su potrebne i druge informacije koje

proizlaze iz zadatka usmeravanja i vođenja preduzeća ka ostvarenju poslovne strategije, što podrazumeva donošenje niza odluka u skladu sa obimom prenetih nadležnosti i odgovornosti, radi predviđanja nastanka mogućih problema, pripreme za njihovo rešavanje, ali i monitoring ostvarenja planiranih aktivnosti.

3.2.Pojam i vrste finansijskih izveštaja

Finansijski izveštaji skup informacija o finansijskom položaju, uspešnosti, promenama na kapitalu i novčanim tokovima jedne kompanije i predstavljaju funkcionalnu i vremenski zaokruženu celinu poslovnih procesa koji su se dogodili u jednoj kompaniji i kao takvi, čine podlogu svake analize (Knežević. 2009).Sva pravna lica i preduzetnici koji su dužni da vode poslovne knjige (dnevnik, glavne knjige, pomoćne knjige) obavezni su da sastavljaju i prezentuju finansijske izveštaje za tekuću poslovnu godinu sa stanjem na dan 31.12. tekuće godine, kao i u slučaju statusnih promena, promena oblika organizovanja ili prodaje na dan donošenja odluke o promeni, tj. na dan utvrđen ugovorom o prodaji.

Sadržaj finansijskih izveštaja, kao i način priznavanja, merenja, prikazivanja i obelodanjivanja svih stavki u finansijskim izveštajima utvrđuju se u skladu sa unapred prihvaćenim računovodstvenim standardima. U našoj zemlji, kao i u najvećem broju malih zemalja, finansijski izveštaji sastavljaju se u skladu sa Međunarodnim standardima finansijskog izveštavanja.

Finansijske izveštaje čine: bilans stanja, bilans uspeha, izveštaj o promenama na kapitalu, izveštaj o gotovini, napomene uz finansijske izveštaje.

3.2.1.Bilans stanja

Bilans stanja je trenutna slika finansijskog položaja neke kompanije na određeni dan. On prikazuje veličinu i strukturu sredstava i izvora finansiranja.Struktura sredstava, aktiva, ukazuje na način na koji su sredstva uložena (investiciona aktivnost), dok struktura izvora finansiranja, pasiva, ukazuje na efekte finansijske aktivnosti, odnosno finansijsku strukturu (konstituciju) nekog preduzeća (Knežević. 2009).

U bilansu stanja posmatramo dve strane: aktivu i pasivu. U aktivu se evidentirana sva imovina koju neko preduzeće poseduje i gubitak koji ostvari tokom svog poslovanja (Vukša, 2005).Bilans je statičan jer prikazuje stanje na dan na koji je pripremljan. Sledeća odlika bilansa

je kumulativnost jer prikazuje učinke svih odluka i transakcija koje su se desile i koje su obračunate do dana pripreme bilansa. Ravnoteža proističe otuda što bilans prikazuje sredstva iz dve perspektive pa je prirodno da zbir vrednosti dat s dva aspekta bude isti. Na ovu ravnotežu upućuje i etimološko poreklo reči bilans. Reč bilans potiče od latinskih reči: BI – dva i LANX – tas, tako da se značenje reči bilans može slikovito opisati kao vaga sa dva tasa.

AKTIVA prikazuje sredstva koja su prisutna u preduzeću i kojima ono raspolaže. Pozicije aktive izražavaju pripadnost sredstava nekom poslovnom subjektu. Ta sredstva mogu biti: materijalna, nematerijalna, finansijska (novčana).

Sredstva koja se na dan bilansiranja zateknu kod poslovnog subjekta, a ne pripadaju mu, ne iskazuje se u bilansnoj aktivu, jer su vlasništvo drugog lica. Osnovni elementi aktive su: stvari, prava i novac. Struktura aktive uslovljena je poslovnom aktivnošću preduzeća, a visina sredstava angažovana u pojedinim elementima aktive zavisi od obima poslovanja konkretnog subjekta.

U PASIVI iskazuju se izvori finansiranja raspoloživih sredstava preduzeća, neza-visno od oblika tih sredstava. Pozicije pasive mogu se podeliti u dve osnovne grupe:

- kreditni izvori, i
- sopstveni izvori.

Vrednovanje pozicija aktive i pasive predstavlja proces određivanja novčanih iznosa po kojima bi trebalo priznati elemente finansijskih izveštaja i uneti ih u bilans stanja. Vrednovanje se vrši u skladu sa Međunarodnim standardima finansijskog izveštavanja i usvojenim računovodstvenim politikama. Preduslov za pravilno vrednovanje pozicija bilansa stanja je usklađenost stanja imovine i obaveza sa stvarnim stanjem koje se utvrđuje popisom.

3.2.2. Bilans uspeha

Bilans uspeha struktuiran je iz uspešnih računa, i to na levoj strani – rashoda, a na desnoj - prihoda. Bilans uspeha kao finansijski izveštaj sadrži zbirni prikaz prihoda (zarađenih) i rashoda (nastalih) u toku redovnog poslovanja. Mnogi ga smatraju i najvažnijim finansijskim izveštajem, jer pokazuje profitabilnost poslovnog subjekta. Razlika prihoda i rashoda predstavlja finansijski rezultat.

Na kraju poslovnog perioda Bilans uspeha se sastavlja na osnovu podataka iz Zaključnog lista. Bilans uspeha predstavlja najznačajniji izvor podataka neophodnih za sagledavanje i ocenu kako protekle, tako i za pravilno usmeravanje buduće poslovne aktivnosti. On prezentira podatke

za utvrđivanje rentabiliteta poslovnog subjekta, vrednost godišnje proizvodnje i drugih pokazatelja.

Glavni elementi bilansa uspeha su (Uskoković, 2003, str.118): poslovni prihodi i rashodi, finansijski prihodi i rashodi, ostali prihodi i rashodi, vanredni prihodi i rashodi, bruto rezultat poslovnog subjekta, dobitak i gubitak, porezi i doprinosi iz dobitka, neto rezultat poslovnog subjekta, ukupni prihodi, ukupni rashodi.

3.2.3. Izveštaj o promenama na kapitalu

Izveštaj o promenama na kapitalu je knjigovodstveni instrument koji se sastavlja sa ciljem da korisnicima finansijskih izveštaja pruži informacije o promenama koje su u toku godine bile na kapitalu preduzeća. Ove promene na kapitalu nastaju po više osnova i to: dodatnim ulaganjem ili povlačenjem kapitala od strane vlasnika, ostvarivanjem prihoda i rashoda, raspodelom dobiti, prevrednovanjem sredstava koja se mere po fer vrednosti i priznanjem efekata promena računovodstvenih politika i ispravkom materijalno značajnih grešaka.

Ukupna povećanja i smanjenja neto imovine (kapitala) posledica su nastanka prihoda i rashoda iskazanih u bilansu uspeha ali i iznosa povećanja ili smanjenja neto imovine privrednog subjekta koji su direktno knjiženi na odgovarajućem računu kapitala, na primer na računu revalorizacionih rezervi.

3.2.4. Izveštaj o tokovima gotovine

Izveštaj o tokovima gotovine „Cash flow” shvaćen u prvom smislu je predmet planiranja u cilju održavanja likvidnosti i instrument izvršenja plana novčanih tokova. U drugom smislu „Cash flow” se koristi kao instrument finansijske analize za merenje prinosne snage u smislu dopune godišnjeg rezultata i za analizu investicionog alternative (projekata).

Izveštaj o novčanim tokovima je ograničenog dometa, a u kombinaciji sa drugim instrumentima finansijske analize može dati pozitivne efekte (racio analiza i analiza obrtnog fonda). Takođe može dati uvid u informacije na bazi kojih se može dati pouzdanija ocena o likvidnosti i solventnosti ekonomskog entiteta, kao i da pomogne investitorima i kreditorima da procene (Škarić-Jovanović et al., 2005, str. 93):

- sposobnost generisanja budućih pozitivnih tokova gotovine,

- sposobnost da se izmiruju obaveze i isplaćuju dividende,
- razloge za odstupanje između iznosa dobiti prikazane u bilansu uspeha i to-kova gotovine iz poslovnih aktivnosti,
- gotovinske i negotovinske aspekte investicionih i finansijskih transakcija ekonomskih entiteta.

Cilj sastavljanja i prezentovanja izveštaja o tokovima gotovine je da korisnici izveštaja saznaju iz kojih aktivnosti ili izvora potiče gotovina i u koje je aktivnosti potrošena stvorena gotovina, odnosno, kako se poslovne aktivnosti finansiraju, kako se novac upošljava i kako se novac investira. Sve aktivnosti podeljene su u tri segmenta: poslovne aktivnosti, aktivnosti plasiranja i investiranja, i aktivnosti finansiranja.

3.2.5. Napomene uz finansijske izveštaje

Napomene su knjigovodstveni instrument koji se sastavlja sa ciljem da se korisnicima finansijskih izveštaja pruže (Prokopović & Prokopović, 2004, str.58):

- informacije o osnovama za pripremu finansijskih izveštaja i o specifičnim računovodstvenim politikama koje su odabrane i primenjene na značajne poslovne i događaje,
- informacije koje zahtevaju Međunarodni standardi finansijskog izveštavanja, a koje nisu prikazane u nekim od obrazaca finansijskih izveštaja, i
- dodatne informacije koje nisu prikazane u obrascima finansijskih izveštaja ako su relevantne za njihovo razumevanje.

4. ULOGA MARKETING INFORMACIONIH SISTEMA U FINANSIJSKOM ODLUČIVANJU

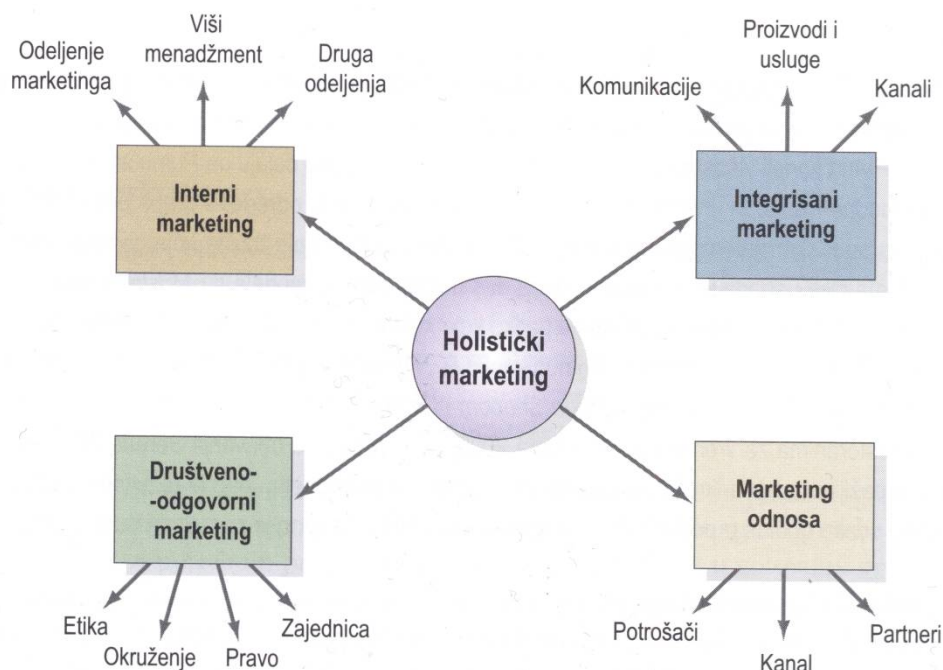
Finansijski uspeh u kompanijama često zavisi od marketing sposobnosti. Danas, mnoge kompanije uvode poziciju direktora marketinga (*Chief Marketing Officer* – CMO), zaduženog da marketing približi drugim visokim funkcijama kao što su generalni direktor (*Chief Executive Officer* - CEO), ili finansijski direktor (*Chief Financial Officer* – CFO).

4.1. Pojam marketing menadžmenta

Doneti prave odluke nije uvek lako. Vodeće svetske kompanije kao što su Microsoft, Wal-Mart, Intel i Nike priznaju da ne smeju da se opuste. Marketing menadžeri moraju donositi ključne odluke poput onih kako oblikovati proizvod, koje cene ponuditi kupcima, gde prodavati proizvode, koliko potrošiti na propagandu ili prodaju i moraju detaljno odlučiti o sadržini teksta ili boji nove ambalže. Da bi opstale na tržištu, velike kompanije su prinuđene da promene modele poslovanja, moraju veoma brzo da se pri-lagode promenama koje nastaju i da se suoče sa novim moćnim kupcima i novim konkurentima (Kotler & Keler, 2006).

*Marketing menadžments*matramo umetnošću i naukom izbora ciljnih tržišta i sposobnošću pridobijanja, zadržavanja i povećanja broja kupaca putem stvaranja, ispo-ruke i komuniciranja superiorne vrednosti za kupce. Marketing i poslovanje se suoča-vaju sa nizom izazova i mogućnosti i menjaju su, jer su pod uticajem brojnih, ponekad međusobno povezanih društvenih faktora: tehnologija koja se menja, globalizacija, deregulacija.

Holistički marketing je marketing pristup koji pokušava da prihvati obuhvat i složenost marketing aktivnosti. Koncept holističkog marketinga polazi od razvoja, oblikovanja i sprovođenja marketing programa, procesa i aktivnosti, kojima priznaju širinu i međuzavisnost efekata. Četiri komponente holističkog marketinga jesu marketing odnosa, integrisani marketing, interni marketing i složenost marketing aktivnosti.



Slika 1. Dimenzije holističkog marketinga

Izvor: Kotler, F, Keler, K. L., *Marketing menadžment*, Data status, Beograd, 2006., str. 18

Tradicionalna predstava marketing aktivnosti je u smislu marketing miksa – koji se definiše kao skup marketing instrumenata koje firma koristi radi postizanja marketing ciljeva. Četiri P predstavljaju pregled prodavca po instrumentima marketinga koji mu stoje na raspolaganju za uticaj na kupce. Sa aspekta kupca, svaki instrument marketinga oblikovan je da isporuči koristi kupcu. Robert Lauterborn je rekao da četiri P prodavca imaju svoj ekvivalent u četiri C kupca (Kotler & Keler, 2006).

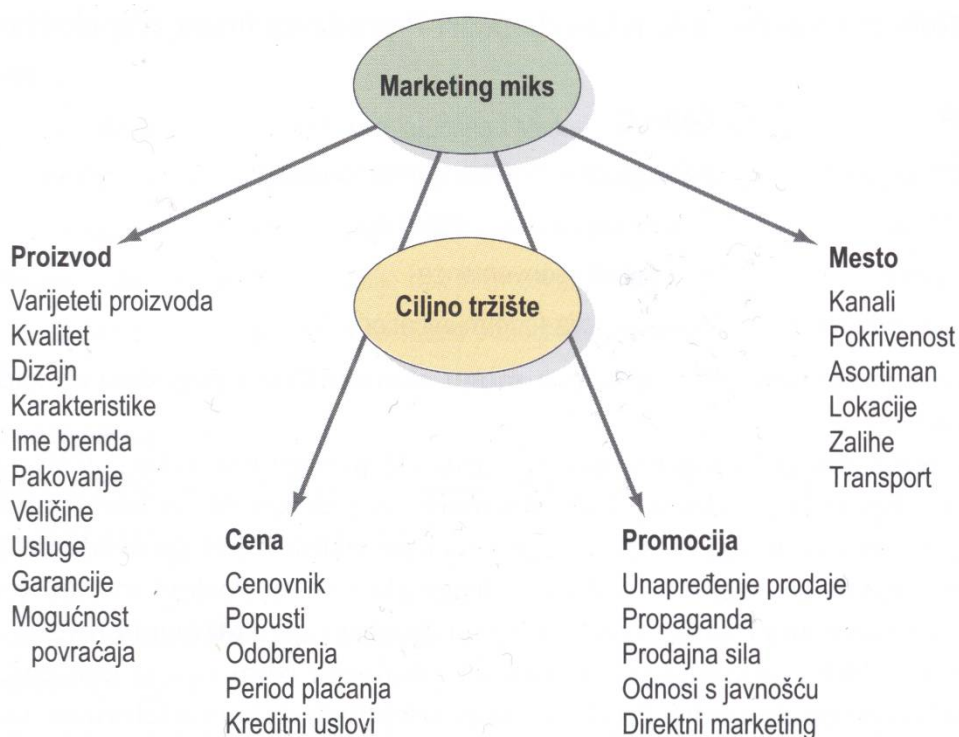
Tabela 3. Četiri P prodavca i ekvivalent četiri C kupca

Četiri P	Četiri C
Proizvod (product)	Rešenje za kupca (customer solution)
Cena (price)	Trošak kupca (customer cost)
Mesto (place)	Pogodnost (convenience)
Promocija (promotion)	Komunikacija (communication)

Izvor: Kotler, F, Keler, K. L., *Marketing menadžment*, Data status, Beograd, 2006., str. 20

Marketing miks uključuje aspekte i strategije marketinga koje management koristi za sticanje konkurentske prednosti. Najčešće se izražava u obliku konceptualnog obra-sca koji obuhvaća određen broj elemenata marketinga kao što su: proizvod, cena, pro-mocija i distribucija. Ovi elementi predstavljaju varijabile marketinga koje poduzeće može kontrolisati.

Pored osnovna četiri elementa marketing miksa (4P), neki teoretičari navode da bi on trebalo biti proširen sa još tri **P**: ljudi (people), proces (process) i fizičko okruženje (physical environment).



Slika 2. Četiri P komponente marketing miksa

Izvor: Kotler, F, Keler, K. L., *Marketing menadžment*, Data status, Beograd, 2006., str. 19

Zadaci koji su neophodni za uspešno funkcionisanje **marketing menažmenta jesu**: razvoj marketinga i strategija planova, uspostavljanje veze sa kupcima, stvaranje jakih brendova, oblikovanje tržišnih ponuda, isporuka i komuniciranje vrednosti, stica-nje uvida u marketing i njegove rezultate i kreiranje uspešnog dugoročnog rasta.

Marketing menadžment je doživeo mnoge promene tokom poslednjih godina, s obzirom na to da kompanije teže savršenstvu u marketingu. Uspešne kompanije biće one koje budu u stanju da svoj marketing stalno prilagođavaju promenama na sopstve-nom tržištu – i tržišnom okruženju.

4.2. Koncept marketinškog informacionog sistema

Marketinški informacioni sistem je kontinualna i interaktivna struktura ljudi, opreme i postupaka oformljena radi prikupljanja, razvrstavanja, analize, procene i distribucije prikladnih, pravovremenih i tačnih informacija za korišćenje donosiocima odluka u marketingu radi poboljšanja marketinškog planiranja, izvršenja i kontrole.

Da bi bio delotvoran, marketinški informacioni sistem mora imati podršku vrho-vnog (top) menadžmenta, kao i to da ne postoji obrazac za organizaciju marketinškog informacionog sistema, što znači da marketinški informacioni sistem svake kompanije mora biti posebno „skrojen”.

4.3. Sistemi za podršku marketinškom odlučivanju (MDSS)

MDSS (*Marketing Decision Support System*) je kooordiniran skup elemenata (podataka, modela, analitičkih oruđa, hardvera i softvera) koje organizacija može da upotrebi, prvo da prikupi informacije iz poslovanja i sa tržišta, a zatim da pretvori te informacije u osnovu za akciju (Hanić, 1997).

Sastavni delovi MDSS-a su: baze podataka, displej, modeli, analiza. Da bi bio efikasan, MDSS treba da bude tako koncipiran da može da odgovori na veliki broj različitih zahteva koji potiču od najnižih do najviših marketinških rukovo-dilaca. MDSS omogućava da se brže i lakše testiraju nove ideje (strategije) i na taj način doprinosi porastu marketinške aktivnosti. Marketinški rukovodioci žele ne samo da kreiraju nove ideje već i da ih saznaju (unapred – pomoću modela) da li one mogu da funkcionišu u praksi.

Da bi MDSS proizvodio odgovarajuće pozitivne efekte neophodno je pravilno odabrati softver, primeniti pravilan metodološki pristup u projektovanju i implementaciji MDSS-a i formirati službu za održavanje sistema u okviru preduzeća.

4.4. Tehnički elementi i funkcionisanje marketinškog informacionog sistema

Marketinški informacijski sistem preduzeća funkcioniše kao deo integralnog upravljačkog sistema, kao marketinško odeljenje, ili kao centar za marketinške informacije, koji obavlja brojne poslove i zadatke. Aktivnosti marketinškog informacionog sistema mogu se podeliti u tri grupe, a to su: prikupljanje podataka, obrada podataka, korišćenje informacija.

Kompjuterizovani marketinški informacijski sistem sastoji se od sledećih tehničkih, fizičkih elemenata (Hanić, 1997, str. 103):

1. računarskog hardvera (*hardware*) ili opreme za prikupljanje, obradu i skladištenje informacija i njihovo komuniciranje,
2. računarskog softvera (*software*), programa ili instrukcija za upravljanje sa-mim (računarskim) sistemom i izvršavanje raznih zahtevnih aplikacija,
3. baze podataka ili skladišta informacija na računarskom mediju, kao što su magnetni disk ili traka, kome računar može da pristupi, ili na *off-line* mediju, kao što su mikrofilm ili papir odštampan zamašnu upotrebu,
4. procedura kao što su priručnici i instrukcije za rukovanje sistemom i njegovim aplikacijama,
5. radnog osoblja, kao što su računarski operateri, programeri i sistem-analitičari.

Za uspešno funkcionisanje marketinškog informacionog sistema neophodno je usavršavanje i dalji razvoj savremenih informacionih tehnologija koje omogućavaju lakši, brži i bolji rad samog preduzeća, te implikacije su računarske mreže i elektronska razmena podataka – EDI, elektronska pošta i elektronski transfer sredstava – EFT. Za razmenu elektronskih podataka važne su dve vrste standarda: standardi za komunikacije i standardi za sadržaje dokumenata. Sve savremene kompanije moraju poštovati i primenjivati principe i standardne kako bi opstale na tržištu, kao i da kontrolišu i organizuju sve marketinške informatičke aktivnosti.

5. PROCENA VREDNOSTI PREDUZEĆA

Pojam „vrednost“, kada se radi o preduzećima, može se tumačiti i koristiti na različite načine. Najčešće se koriste sledeće definicije (Stanišić & Stanojević, 2008, str.256):

- Fer tržišna vrednost (*Fair market value*),
- Fer vrednost (*Fair value*),
- Investiciona vrednost (*Investment value*),
- Inherentna vrednost (*Intrinsic value*),
- Likvidaciona vrednost (*Liquidation value*),
- „*Going concern*“ vrednost (*Going concern value*),
- Knjigovodstvena vrednost (*Book value*).

Fer tržišna vrednost je cena po kojoj bi se obavila kupoprodajna transakcija bez prinude između zainteresovanih strana koje predstavljaju dobro obavešteni kupac i dobro obavešteni prodavac. Fer vrednost je pojam koji se koristi u sudskoj praksi, prilikom stvaranja merdžera, prodaje ilisličnih aktivnosti sa kapitalom preduzeća koje za posledicu imaju promenu strukture vlasnika kapitala. Investiciona vrednost je vrednost ukupnog kapitala investiranog u preduzeće da bi se postigla odgovarajuća poslovna sposobnost tog preduzeća. Investiciona vrednost je jednaka zbiru sopstvenog kapitala i obaveza koje preduzeće ima.

Inherentna vrednost je suštinska ili unutrašnja vrednost preduzeća, koja može služiti kao zamena zainvesticionu vrednost, ali zahteva prethodno precizno definisanje kako ne bi došlo do nesporazuma usled razlike u tumačenjima. Likvidaciona vrednost je vrednost koja bi se mogla ostvariti u uslovima stvarne likvidacije preduzećaraspodajom imovine i isplatom njegovih obaveza.

„*Going concern*“ vrednost se ne može iskazati preciznim iznosom, već predstavlja raspon oko likvidacione ili stečajne vrednosti koji se ocenjuje na bazi pretpostavke da će preduzeće koje se procenjuje nastaviti da posluje u neograničenom dugom roku. Knjigovodstvena vrednost je termin koji se koristi u računovodstvu i predstavlja knjigovodstvenu netovrednost imovine odnosno vrednost sopstvenog kapitala.

5.1. Modeli procene vrednosti

Procena vrednosti preduzeća podrazumeva skup postupaka vrednovanja imovine i obaveza preduzeća sa ciljem da se formira i iskaže stručno mišljenje o njihovoj vrednosti. Procena vrednosti kapitala najčešće se primenjuje u slučaju preduzeća čije akcije nisu predmet trgovine na berzi i podrazumeva niz metodoloških postupaka, čiji izbor zavisi od svrhe procene, i čiji je rezultat mišljenje o vrednosti ukupnog sopstvenog kapitala investiranog u preduzeće (Stanišić & Stanojević, 2008). Buduća vrednost predstavlja vrednost sadašnjeg iznosa novca ili niza plaćanja u nekom budućem vremenu procenjenih po današnjoj kamatnoj stopi. Sadašnja vrednost je današnja vrednost budućeg iznosa novca ili niza budućih plaćanja, procenjenih po datim kamatnim stopama (Barjaktarović et al., 2013).

Ukoliko je u pitanju preduzeće čijim se akcijama trguje na berzi tada je tržišna vrednost preduzeća jednaka zbiru tržišne vrednosti pozajmljenog kapitala i tržišne vrednosti sopstvenog kapitala. Tržišna vrednost sopstvenog kapitala jednaka je razlici tržišne vrednosti preduzeća i tržišne vrednosti pozajmljenog kapitala. Modeli za praktičnu primenu procene vrednosti preduzeća su (Jeremić & Ivaniš, 2009):

- Model stalnog, neprekidnog kontinuiteta rasta,
- Model *Gordon Shapiro*,
- Model *Bates*,
- Model *goodwill* i *badwill*.

Svi ovi modeli podrazumevaju da je su akcije preduzeća predmet trgovine na berzi, što u Republici Srbiji često nije slučaj. Za procenu vrednosti preduzeća čije hartije od vrednosti nisu predmet trgovine na berzi, ne može se odrediti tržišna vrednost, već se koriste druge vrednosti i druge vrste procene.

Prema Međunarodnim standardima za procenjivanje u zavisnosti od predmeta procene, moguće je definisati sledeće tri vrste procene (Stanišić & Stanojević, 2008, str.255):

- procena vrednosti materijalne imovine,
- procena vrednosti kapitala,
- procena vrednosti lične imovine.

U zavisnosti od namene procene vrednosti razlikuju se (Stanišić & Stanojević, 2008, str.255):

1. Potpuna procena vrednosti kapitala (*appraisal*),
2. Ograničena procena vrednosti kapitala (*limited appraisal*),
3. Aproksimativna procena vrednosti kapitala (*Calculations*).

U Republici Srbiji postoji zakonska obaveza procene vrednosti preduzeća u slučaju statusnih promena i privatizacije. Pored toga, procena vrednosti se vrši u slučaju stavljanja hipoteke i ručne zaloge, radi obezbeđenja potraživanja poverioca, stečaja i likvidacije, odluke o reorganizaciji ili bankrotstvu, u slučaju prestanka rada, arbitraže u sporovima, oporezivanja ili osiguranja imovine ili u slučaju transfera vlasništva odnosno investiranja.

Tabela 4: Kome je potrebna procena vrednosti preduzeća?

privrednim društvima	statusne promene povezano sa zakonskim ili drugim obavezama	propisi kojima se uređuje računovodstvo i revizija vrednost: nabavna - tržišna – nadoknativa
akcionarima	transfer vlasništva sporazum o udelima nesporazumi i arbitraže	procena različitih prava tržišna vrednost
investitorima	sigurnost založnih prava i sredstava obezbeđenja strategija investiranja (kada kupiti kada prodati)	investiciona vrednost tržišna vrednost (hipotekarna – likvidaciona)
kupcima i prodavcima	prodavcima za određivanje prihvatljive prodajne cene kupcima za odluku o ponudi	tržišna vrednost
savetnicima i konsultantima	računovođe, revizori, pravni zastupnici, savetnici, konsultanti...	prilikom izbora alternativa i donošenja odluka o prednostima i ograničenjima

Izvor: Radulović, B., Procena vrednosti za sopstvene potrebe, Seminar "Finansijsko izveštavanje složenih entiteta" Beograd, 17-18 novembar 2011, www.ief.rs

5.2. Principi u proceni vrednosti

U praksi i prema međunarodnim standardima primenjuju se sledeći principi u procenjivanju vrednosti (Stanišić & Stanojević, 2008, str.255):

- prinosni,
- tržišni i
- troškovni.

Međunarodni standardi i praksa procenivanja preporučuju primenu tržišnog pristupa procene kada god za to postoje uslovi, odnosno ako postoje slične kompanije, uporedive kupoprodajne transakcije između kompanija i odgovarajuća baza podataka. Prinosni pristup je najzastupljeniji i investitoru na najbolji način ukazuje na prinosnu sposobnost i isplativost ulaganja u uslovima kada preduzeće nastavlja sa poslovanjem, ili je snaga preduzeća u poslovnim aktivnostima.

Troškovni pristup se primenjuje u slučaju kada su nekretnine značajan činilac imovine preduzeća ili se radi o prodaji osnovnih sredstava, ili u slučajevima kada preduzeće prestaje sa daljim poslovanjem ili je neprofitabilno.

Tabela 5: Tipični slučajevi za primenu prinostnog ili troškovnog pristupa proceni vrednosti

Prinosni pristup/metodi procene	Troškovni pristup/metodi procene
Buduće poslovanje se može realno projektovati	Preduzeće je relativno mlado, ili se poslovanje ne može pouzdano projektovati
Konzistentno, predvidljivo i stabilno tržište prodaje	Visok stepen zavisnosti od konkurentnih ugovora, specifičnih narudžbi i ne postoji stalno tržište prodaje
Prepoznatljivi proizvodi ili usluge koji se prepoznaju kroz nematerijalnu vrednost	Nematerijalna ulaganja su od manjeg značaja ili ih preduzeće nema.
Osnovna sredstva su uglavnom proizvodna oprema.	Značajan deo osnovnih sredstava su likvidna sredstva (hartije od vrednosti) ili nepokretnosti.
Postoje značajne barijere za ulazak u granu (na primer visoka investiciona ulaganja)	Nema barijera za ulazak u investicionu granu
Ključni ljudi su zamenjivi bez negativnog uticaja na redovno poslovanje	Gubitak ključnih ljudi bi negativno uticao na preduzeće

Izvor: Fishman Jay and others, Guide to Business Valuations, volume 1, February 1999, Texas, prema: Stanišić, M., Stanojević, Lj., Evaluacija i rizik, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2008., str.261.

5.3. Izbor metode procene

Na izbor metode procene utiče niz faktora među kojima su najvažniji (Stanišić & Stanojević, 2008, str.260):

- Karakteristike delatnosti preduzeća
- Specifičnosti vlasničke strukture
- Uslovi privređivanja
- Priroda poslovanja u tekućem periodu
- Finansijski, tehničko-proizvodni i pravni due dilligence
- Pregled sredstava i obaveza preduzeća
- Ekonomski faktori
- Podaci sa tržišta kapitala
- Ostale informacije.

U okviru svakog pristupa postoji više metoda procene (Tabela 6.).

Tabela 6. Pristupi i metodi u proceni vrednosti kapitala

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

Izvor: Stanišić, M., Stanojević, Lj. , Evaluacija i rizik, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2008.,str.259.

5.4. Elementi za procenu vrednosti

Bez obzira na odabrani metod, pre početka postupka procene vrednosti kapitala neophodno je obaviti odgovarajuće pripreme koje obuhvataju(Stanišić & Stanojević, 2008, str.263):

- izbor metoda procene,
- izbor stručnog tima, i
- priprema informacione osnove za procenu vrednosti kapitala.

Priprema informacione osnove obuhvata prikupljanje informacija o privredi, industrijskoj grani kojoj preduzeće pripada, preduzeću, poslovnom i tržišnom položaju preduzeća, pravnom položaju preduzeća i finansijskom položaju preduzeća.

Priprema informacione osnove za procenu vrednosti obuhvata prikupljanje informacija o(Stanišić & Stanojević, 2008):

- Privredi
- Grani
- Preduzeću
- Poslovnom i tržišnom položaju
- Pravnom položaju
- Finansijskom položaju.

Informacije o privredi podrazumevaju sledeće: bruto društveni proizvod, stopa inflacije, stopa nezaposlenosti, potrošačka korpa, kupovina trajnih potrošnih dobara, kamatna stopa, kamatne stope za državne obveznice, tržišne stope prinosa i specifični industrijski podaci.

Informacije o grani predstavljaju osnovne podatke i saopštenja o grani u kojoj je preduzeće razvrstano po svojoj osnovnoj ilipreovlađujućoj delatnosti. U ove podatke takođe spadaju i podaci o konkurenciji i odnos posmatranog preduzeća i konkurencije i analiza jakih i slabih strana procenjivanog preduzeća u odnosuna konkurente i na prosek grane.Na osnovu ovih podataka može se dobiti slika o perspektivi procenjivanog preduzeća u narednom periodu.

Informacije o preduzeću podrazumevaju osnovne podatke o osnivanju, osnivaču, promenamapravnog statusa, sedištu i slične informacije. Informacije o poslovnom i tržišnompoložaju preduzeća čine podaci o poslovnim kapacitetima,proizvodima, uslugama, nabavci, proizvodnji i prodaji preduzeća, kao i o proizvodnom asortimanu, strukturi kupaca i dobavljača, lokaciji tržišta, marketing aktivnostima, distributivnim kanalima, strukturizaposlenih i slično.

Informacije o pravnom položaju odnose se naizvod iz sudskog registra, ugovor o osnivanju, dozvolu za rad, ugovore o osiguranju imovine, o kreditima ilizingu, dokumenta o prodaji i kupovini akcija preduzeća i druge.

Informacije o finansijskom položaju preduzeća prikupljaju se iz finansijskih izveštaja za pet godina unazad i na osnovu njih se ocenjuje dugoročna finansijska ravnoteža, profitabilnost i ostvareni rezultati. Da bi se finansijski izveštaji koristili za procenu vrednosti preduzeća potrebno je sprovesti njihovo prilagođavanje.Predmet korekcije su bitna odstupanja u finansijskim izveštajima u odnosu na Međunarodne računovodstvene standarde, kao što su

bilansne pozicije koje ne odražavaju normalizovan nivo poslovanja i kapitalizacije preduzeća. Korekcije zavise od namene procene, definicije vrednosti, veličine vlasničkog udela i pravne forme preduzeća. Uobičajeno se korekcije bilansa stanja odnose na obrtna sredstva, materijalna ulaganja, finansijske plasmane, nematerijalna ulaganja, tekuće obaveze, kreditne obaveze, vanposlovnu imovinu i obaveze i vanbilansnu evidenciju, dok se korekcije bilansa uspeha najčešće odnose na poslovne, finansijske i vanredne prihode i rashode, značajne oscilacije i naknade isplaćene vlasnicima.

5.5. Prinosni pristup

Postupak za primenu prinosnog pristupa po Međunarodnim standardima za procenu, bez obzira na odabranu metodu, podrazumeva deset faza (Stanišić & Stanojević, 2008):

1. Polazna aktivnost na proceni je unošenje finansijskih izveštaja za protekli period. Za metodu diskontovanja budućih rezultata poželjno je imati planove budućih aktivnosti u preduzeću, koji će se prethodno testirati i eventualno prilagoditi. Na ovaj način stvara se baza za procenu koja se koristi u narednim fazama.
2. Korigovanje finansijskih izveštaja za eventualna odstupanja od opšteprihvaćenih računovodstvenih principa i međunarodnih računovodstvenih standarda.
3. Na bazi planova poslovnih aktivnosti za 5 do 10 godina vrši se projektovanje svih pozicija bilansa stanja i uspeha i testira se realnost dobijenih vrednosti.
4. Obračun poreza na projektovani ili korigovani iznos dobiti, nakon čega se dobija neto dobit.
5. Ako se umesto diskontovanja projektovanog ili korigovanog finansijskog rezultata primenjuje diskontovanje projektovanog ili diskontovanog neto novčanog toka potrebno je utvrditi vrednost projektovanog ili diskontovanog neto novčanog toka.
6. Određivanje stope kapitalizacije ili diskontne stope omogućava da se projektovani ili korigovani rezultat ili novčani tok diskontuju na dan procene ili dan ulaganja.
7. Izračunavanje neto sadašnje vrednosti budućih ili korigovanih novčanih tokova odnosno procenjene vrednosti kapitala preduzeća.
8. Provera postupka procene i analiza ostvarenih rezultata.
9. Ukoliko je rađena korekcija za neposlovna sredstva ili višak potrebno je proceniti ta sredstva i dodati ili oduzeti ih od procenjene vrednosti poslovnih sredstava.
10. Obavljanje diskontovanja za nivo vlasničkog interesa koji se procenjuje.

Projektovani budući neto novčani tokovi ili buduća dobit treba da se diskontuju sa budućih perioda na dan investiranja čime se utvrđuje neto sadašnja vrednost budućih neto novčanih tokova ili neto sadašnja vrednost budućih dobitaka. Vrednost diskontnog faktora zavisi od preferencija investitora i njegove percepcije rizika investiranja. U praksi se koriste diskontna stopa i stopa kapitalizacije. Diskontna stopa predstavlja stopu prinosa na kapital koja bi pokrila kompletan rizik ulaganja u konkretno preduzeće. Stopa kapitalizacije se razlikuje od diskontne stope zbog uzimanja u obzir projektovanog rasta prihoda, broja godina projektovanja i potencijalnih fluktuacija rasta prihoda.

Izračunavanje sadašnje vrednosti budućih novčanih tokova omogućava da se svi novčani tokovi prilagode poređenjem sa današnjom vrednošću novčane jedinice. Izračunavanjem sadašnje vrednosti investitor saznaje da li će budući prilivi od investicije realno biti veći od današnjeg inicijalnog ulaganja, tj. da li se investicija isplati. U razmatranju buduće vrednosti neophodno je koristiti realnu kamatnu stopu koja predstavlja razliku nominalne kamatne stope i stope inflacije, kako bi se uzela u obzir inflacija koja je prisutna u svakoj privredi (Barjaktarović et al, 2013).

Važan faktor koji utiče na vrednost diskontne stope, a samim tim i na procenu vrednosti kapitala procenjivanog preduzeća je rizik kapitala, što znači da analitičar mora uzeti u obzir sve rizike ostvarenja projektovanih budućih rezultata. Dakle, diskontna stopa treba da pruži informaciju o tome koliko je novca spreman investitor da plati danas, da bi imao pretpostavljeni povraćaj sredstava u budućem projektovanom periodu. U cilju objašnjenja delovanja rizika kapitala u proceni vrednosti preduzeća neophodno je definisati mogućnost nastanka rizika usled razlika između ostvarenih i predviđenih povrata, zatim napraviti razliku između specifičnih rizika koji su karakteristični samo za neka preduzeća i investiranje u njih i opšteg tržišnog rizika koji važi za širok spektar investiranja i na kraju prikazati modele za merenje tržišnog rizika (Gligorić, 2005).

Ukoliko investitor odluči da svoja sredstva uloži u državne obveznice koje donose ugovorenu kamatu, neće postojati razlika između predviđenog i ostvarenog prinosa, pa takvo ulaganje nije praćeno rizikom. S druge strane, investicija u preduzeća sadrži izvestan nivo rizika da će se razlikovati planirani i ostvareni neto novčani tok. Iz tog razloga je potrebno izračunati taj rizik odstupanja ostvarenih neto novčanih tokova od planiranih. Dakle, očekivani povrat investicije može odstupiti od očekivanog. Razlozi koji dovode do odstupanja su rizici specifični za pojedinačno preduzeće i rizici kojima su podložna sva preduzeća. Specifični rizik potiče iz na

primer loših odluka menadžmenta ili pak može biti rizik koji deluje samo na jedan industrijskih sektor (na primer, suša koja pogađa prevashodno poljoprivrednike). Investitori ovakve rizike pokušavaju da umanje kroz diversifikaciju portfolija, odnosno kroz kupovinu više različitih hartija od vrednosti. Tržišni rizik, kao rizik koji pogađa većinu preduzeća u jednoj privredi, ne može se smanjiti diversifikacijom. Stoga je razvijeno više modela za vrednovanje tržišnog rizika, koji omogućavaju izračunavanje diskontne stope za procenu vrednosti kapitala preduzeća.

Jedan od modela koji je najčešće u definisanju rizika kapitala prilikom procene vrednosti preduzeća korišćen je *Capital Asset Pricing model* (CAPM). Model obezbeđuje definisanje stope prinosa u vrednovanju mogućih ulaganja i pomaže u vrednovanju one aktive koja nije bila zastupljena na tržištu kapitala. Iako je CAPM primarni metod za određivanje diskontne stope u svetskoj praksi, u Srbiji nije primenjivan, usled nefunkcionisanja tržišta akcija i nedostatka pouzdane baze podataka.

Metod “zidanja” se zasniva na detektovanju rizika ulaganja u konkretno preduzeće, a diskontna stopa se po ovoj metodi izračunava kao zbir tri vrste rizika, i to (Stanišić & Stanojević, 2008):

- stope bez rizika,
- stope tržišnog rizika i
- stope specifičnih rizika za preduzeće.

Stopa bez rizika predstavlja sigurno ulaganje koje se identifikuje sa kupovinom državnih obveznica. Prema Uredbi o metodologiji za procenu vrednosti kapitala i imovine (2001) “Ukupna stopa rizika ulaganja u subjekt privatizacije utvrđuje se kao zbir pojedinačnih stopa rizika koje se procenjuju za sledeće elemente:

- 1) veličina subjekta;
- 2) kvalitet organizacije, rukovodstva i kadrova;
- 3) finansijski položaj;
- 4) proizvodno prodajni potencijal;
- 5) mogućnost pouzdanog predviđanja poslovanja.

Pojedinačni elementi mogu da generišu stopu rizika od najviše 5%, s tim da ukupna stopa rizika ulaganja u subjekt privatizacije ne može da bude manja od 5%.”

6. STUDIJA SLUČAJA - NIS

Procena vrednosti preduzeća predstavlja donošenje suda o vrednosti datog preduzeća u određenom vremenskom trenutku i zasniva se na (Stanišić & Stanojević, 2008):

- razumevanju prošlih, trenutnih i budućih operacija preduzeća;
- analizi ekonomskog okruženja u kom preduzeće posluje;
- analizi industrije u kojoj se preduzeće takmiči;
- analizi finansijskih informacija preduzeća i
- primeni prigodnih metoda procene kako bi se došlo do logičnih rezultata procene vrednosti preduzeća

U postupku procene vrednosti najpre se formira informaciona baza za procenu buduće vrednosti. Formiranje informacione baze podrazumeva analizu okruženja i samog preduzeća.

6.1. Interno okruženje

NIS a.d. Novi Sad je kompanija čije su osnovne delatnosti istraživanje, proizvodnja i prerada nafte i gasa, kao i promet širokog asortimana naftnih derivata (NIS, 2015). Naftna industrija Srbije (NIS) jedna je od najvećih vertikalno-integriranih energetske kompanije u jugoistočnoj Evropi. Sedište Kompanije i njeni osnovni proizvodni kapaciteti nalaze se u Republici Srbiji. NIS ima dve rafinerije – u Pančevu i Novom Sadu, kao i pogon za pripremu i transport gasa u Elemiru. NIS proizvodi oko 1,7 miliona uslovnih tona nafte i gasa godišnje, radeći na teritoriji Srbije, Angole, Bosne i Hercegovine. Ukupan obim prerade nafte – oko 2,1 miliona tona godišnje. Maloprodajna mreža Kompanije obuhvata preko 350 objekata: benzinskih stanica, auto-punilišta i mrežu skladišta nafte. NIS je vodeći snabdevač naftnim derivatima u Srbiji.

NIS poseduje proizvodne kapacitete u Angoli i naftne servise u Turkmenistanu, kao i preduzeće „Jadran-Naftagas” u Republici Srpskoj, zajednički osnovano sa firmom „Njeftgazinkor”. Zavisna preduzeća NIS-a nalaze se u Bosni i Hercegovini, Bugarskoj, Mađarskoj i Rumuniji, a predstavništva Kompanije otvorena su u Rusiji, Angoli, Turkmenistanu, Hrvatskoj i Belgiji (NIS, 2015).

Podaci sa tržišta kapitala pokazuju da je rast cene akcija NIS u 2013. godini iznosio 26%. Akcijski kapital NIS a.d. Novi Sad u iznosu od 81,5 milijardi dinara podeljen je na 163.060.400 akcija nominalne vrednosti od 500 dinara po akciji. Sve akcije su dematerijalizovane i upisane u Centralni registar, depo i kliring hartija od vrednosti Republike Srbije sa CFI kodom ESVUFR i ISIN brojem RSNISHE79420 (NIS, 2015).

Većinski akcionar sa 56,15 % akcija je OAD „Gasprom njeft“, dok je drugi najveći akcionar Republika Srbija sa 29,87 % akcijskog kapitala. Preostalih 13,98% je u vlasništvu manjinskih akcionara – kastodi i zbirnih računa, domaćih i stranih, fizičkih i pravnih lica. Na dan 31.12.2013. godine Društvo je imalo ukupno 2.320.910 akcionara što predstavlja smanjenje od 30.890 u odnosu na isti datum prethodne godine. Analiza strukture akcionara pokazala je da najveći broj akcionara i dalje čine domaća lica (fizička i pravna, uključujući i Republiku Srbiju) kojih ima 2.320.752, a u njihovom vlasništvu nalazi se 41,4 % tj. 67.557.195 akcija NIS-a. U vlasničkoj strukturi ima 111 stranih lica koja su na dan 31.12.2013. godine posedovala ukupno 92.588.117 akcija, što čini 56,8 %, dok je 2.915.088 akcija ili 1,8 % bilo u vlasništvu 44 kastodi i tri zbirna računa. Akcijama NIS a.d. Novi Sad trguje se na Prajm listingu Beogradske berze a.d. i one ulaze u sastav vodećeg indeksa Beogradske berze - BELEX15, koji opisuje kretanja cena najlikvidnijih srpskih akcija. Inače, na tržištu Beogradske berze trguje se akcijama preko 1.000 izdavalaca, od čega se na regulisanom delu tržišta trguje sa akcijama 91 izdavaoca, dok su na Prajm listingu pored akcija NIS a.d. Novi Sad listirane akcije još četiri emitenta (NIS, 2014).

Akcije NIS a.d. Novi Sad i u 2013. godini su najatraktivnije akcije na Beogradskoj berzi, čemu je posebno doprinela i isplata dividende. U ukupnom prometu akcijama na Beogradskoj berzi akcije NIS-a učestvovala su sa 10 %, dok je u ukupnom prometu, koji obuhvata sve vrste hartija od vrednosti listirane na Beogradskoj berzi, učešće 9%. Tržišna kapitalizacija NIS a.d. Novi Sad čini 20 % ukupne kapitalizacije Beogradske berze (NIS, 2014).

Cena akcije NIS a.d. Novi Sad u 2013. godini zabeležila je rast od 25,95 %. Ukupno ostvareni promet iznosio je 2,8 milijardi dinara, što predstavlja povećanje od 39,7 % u odnosu na prošlu godinu i čini akciju NIS a.d. Novi Sad akcijom s najvećim prometom u 2013. godini na Beogradskoj berzi. Cena akcije je, od početka godine, imala uglavnom uzlazni trend sve do početka juna, kada dolazi do kraće korekcije usled prolaska datuma preseka za isplatu dividende. Međutim, od sredine juna do kraja godine akcija je u uzlaznom trendu, usled dobrih poslovnih rezultata o kojima je kompanija obaveštavala investicionu javnost. „Akcije NIS a.d. Novi Sad

su tokom 2013. godine bile najlikvidnija i najtrgovanija hartija na Beogradskoj berzi sa učešćem od 9,28 % u ukupnom prometu, 9,83 % u trgovanju akcijama i sa udelom od 52,21 % na Prajm listingu. Ukupna vrednost trgovanja je iznosila 2.800,00 miliona RSD ili oko 24,75 miliona EUR, dok je tokom prethodne godine 3.206.065 akcija promenilo vlasnika, što predstavlja oko 1,97 % od ukupnog broja izdatih akcija. Cena akcije je od početka 2013. godine beležila konstantan rast i 25. aprila je dostigla istorijski najvišu cenu od 1.020 RSD, i to usled pojačane zainteresovanosti investitora da dođu u posed akcija pre Dana akcionara. Na kraju 2013. godine cena akcija je iznosila 927 RSD (NIS, 2014).

Podaci o isplaćenim dividendama (NIS, 2014):

- 2008. godina Društvo je poslovalo s gubitkom i nije bilo isplate dividende
- 2009. godina Društvo je poslovalo s gubitkom i nije bilo isplate dividende
- 2010. godina :Društvo je poslovalo sa dobitkom. Upravni odbor je 27. jula 2011. godine doneo Odluku o raspodeli dobiti i pokriću gubitaka za 2010. godinu, prema kojoj se celokupna ostvarena dobit raspoređuje na pokrivanje gubitaka prenesenih iz ranijih godina, i stoga nije bilo isplate dividende
- 2011. godina: Društvo je poslovalo sa dobitkom. Skupština akcionara je 25. juna 2012. godine donela Odluku o raspodeli dobiti i pokriću gubitaka za 2011. godinu, prema kojoj se celokupna ostvarena dobit raspoređuje na pokrivanje gubitaka prenesenih iz ranijih godina, i stoga nije bilo isplate dividende
- 2012. godina: Društvo je poslovalo sa dobitkom. Skupština akcionara je 18. juna 2013. godine donela Odluku o raspodeli dobiti za 2012. godinu, isplati dividendi i utvrđivanju ukupnog iznosa neraspoređene dobiti kojom se na ime isplate dividende izdvaja 25% od neto dobiti ostvarene u 2012. godini, što iznosi 12,36 milijardi dinara, odnosno 75,83 dinara po akciji u bruto iznosu.

Kako bi se ispravno interpretirali pokazatelji dobijeni na osnovu finansijske analize kompanije, neophodno je poznavati i misiju i viziju kompanije, kao i njeno strateško opredeljenje. Jedan od značajnih ciljeva NIS Grupe jeste da se intenziviranjem istraživanja poveća resursna baza. To u velikoj meri zavisi od uspeha geološko-istražnih radova usmerenih na razvoj bušotinskog fonda u zemlji i u inostranstvu. Ovakva strategija razvoja zahteva značajna ulaganja.

Na tržištu Srbije došlo je do značajnog povećanje tržišnog učešća NIS a.d. Novi Sad nalaze se usupstituciji zbog aktivnije prodaje, efikasnije cenovne politike i ponudi derivata kroz mrežuskладиšta. Maloprodajno tržište Republike Srbije zabeležilo je blagi rast zbog izmeštanjadela obima iz kanala veleprodaje u kanal maloprodaje u segmentu korporativnihklijenata, ali i zbog prošlogodišnje manje bazne potrošnje fizičkih lica koja je već bilana niskom nivou. Razlozi za porast tržišnog učešća nalaze se i u kontinuiranom procesu modernizacije benzinskih stanica, poboljšanoj usluzi, aktivnijoj prodaji i pozitivnim efektimarebrandinga i marketinških akcija.

U 2013. godini došlo je do porasta obima prerade nafte i dorade poluproizvoda za +36% u odnosu na prethodnu godinu, odnosno u 2013. godini prerada i dorada nafte i poluproizvoda iznosi 3.066 hiljade tona, dok je u 2012. godini prerada i dorada bila 2.254 hiljade tona. Ukupna proizvodnja nafte i gasa u 2013. godini iznosi 1.642 hiljade uslovnih tona, što je za 2% više u odnosu na 2012. godinu. Porast ukupnog prometa naftnih derivata za 29% u odnosu na 2012. godinu (NIS, 2014):

- Maloprodaja – rast prodaje od 13%,
- Rast prodaje naftnih derivata euro kvaliteta,
- Veleprodaja – rast od 19%,
- Rast prodaje dizel goriva zbog povećanog plasmana evro dizela iz domaće proizvodnje,
- Smanjena prodaja mazuta zbog toplih vremenskih uslova,
- Smanjena prodaja benzina zbog pada potrošnje u Republici Srbiji i bezalternativnih isporuka prilikom prelaska na evro benzin,
- Izvoz – rast od 84%,
- Rast prodaje mazuta i benzinskih komponenti.

6.2. Eksterno okruženje

Republički zavod za statistiku Republike Srbije procenio je da ukupne ekonomske aktivnosti u 2013. godini, merene realnim BDP-om, imaju realni rast od 2,4% u odnosu na prethodnu godinu. Najveći rast BDP-a između ostalog je zabeležen u sektoru prerađivačke industrije u okviru koga posluje NIS. U 2013. godini u zemlji je registrovan nedovoljno brz oporavak privrednih aktivnosti, priliv stranih direktnih investicija tek je nešto veći od 500 miliona evra, takođe se kasni sa realizacijom velikih investicionih projekata. Rastu realnog BDP-a od 2,4% najviše je doprineo razvoj malog broja velikih izvozno orijentisanih

kompanija dok najveći deo firmi oseća veliku krizu. Procenjeno je da će godišnja stopa inflacije iznositi 2,3%. U 2013. godini zabeležen je porast javnog duga koji na kraju 2013. godine čini nešto više od 60 % BDP - a Srbije. Stopa nezaposlenosti je i dalje veoma visoka i prema podacima Međunarodnog monetarnog fonda, za 2013. godinu iznosi 21 %. U narednom periodu na BDP će najviše uticati rast izvoznog orijentisanog dela industrije, sprovođenje mera finansijske konsolidacije, kao i brzina oporavka evrozone (NIS, 2014).

Tokom 2013. godine, za NIS bitne promene u zakonodavstvu Republike Srbije ticale su se prvenstveno nastavka usaglašavanja sa regulativom Evropske unije u sektoru energetike i zaštite životne sredine, kao i obavezama koje je Republika Srbija preuzela potpisivanjem Sporazuma o energetske zajednici jugoistočne Evrope, a u cilju dalje liberalizacije tržišta energije i energenata, izrade odgovarajućih pratećih propisa koji se odnose na zaštitu životne sredine i prirodnih dobara i dr. U 2013. godini usvojen je niz podzakonskih akata važnih za pravilno funkcionisanje i kontrolu tržišta naftnih derivata u Srbiji, a jedan od najvažnijih jeste Uredba o obeležavanju derivata nafte, koja treba da pomogne u praćenju tokova motornih goriva u Srbiji (TNG, benzin i dizel) i smanjenju šverca i ostalih zloupotreba. Krajem 2013. godine donet je i Zakon o legalizaciji objekata, koji je od značaja za imovinu NIS-a i njenu konačnu uknjižbu, dok su u fazi nacrt zakoni o privatizaciji, stečaju, posredovanju urešavanju sporova, radu itd. Svi ovi zakoni su od velikog značaja za dalji rad Kompanije, zbog statusa zaposlenih, kao i potraživanja sredstava uloženi u pojedina privredna društva. U pripremi su i drugi propisi koji će imati značajne finansijske efekte na poslovanje NIS-a i nastanje na tržištu derivata nafte, prirodnog gasa i energije uopšte (NIS, 2014).

6.3. Rizici u poslovanju

NIS Grupa posluje u međunarodnim okvirima i izložena je riziku promene kursa stranih valuta koji proističe iz poslovanja sa različitim valutama, prvenstveno USD i EUR. Rizik proističe iz budućih trgovinskih transakcija i priznatih sredstava i obaveza. Deo rizika koji se odnosi na uticaj promene kursa nacionalne valute prema USD se neutrališe kroz prirodni hedžing prodajnih cena naftnih derivata koje se prilagođavaju promenama kursa, a osim toga koriste se i instrumenti upravljanja rizicima kao što su forward transakcije na deviznom tržištu koje doprinose smanjenju efekta negativnih kursnih razlika u situaciji depresijacije nacionalne valute prema USD ili EUR.

NIS Grupa je zbog svojeosnovne aktivnosti izložena rizicima promenecena, i to cena sirove nafte i naftnih derivata,koje utiču na vrednost zaliha i marže u preradinafte, što dalje utiče na buduće tokove novca. Deoovih rizika se eliminiše kroz prilagođavanjaprodajnih cena naftnih derivata ovim promenamacena nafte i derivata. Do 2013. godine zakonskaregulatoriva Republike Srbije nije dozvoljavala korišćenje neisporučivih derivata za hedžing cenanafta i ostalih roba, ali je to na inicijativu NIS-aomogućeno od sredine 2013. godine.

NIS Grupa je izložena riziku promene kamatne stope i sa aspektazaduživanja kod banaka i sa aspekta plasiranasredstava. NIS a.d. Novi Sad se zadužuje kod poslovnih banaka po promenljivim kamatnim stopamai vrši analizu osetljivosti na promene kamatnihstopa i procenjuje da li je u određenoj meri potrebno zaduživanje sa fiksnim kamatnim stopama.Plasiranje novčanih sredstava vrši se samokod ključnih poslovnih banaka kod kojih NIS a.d.Novi Sad ima kredite. Sredstva koja se oročavaju, u RSD i u stranoj valuti, oročavaju se nakratak rok (do 90 dana) i uz fiksne kamatne stopena takva oročenja. Na taj način se obezbeđuje da prihodi novčani tokovi u velikoj meri budu nezavisni odpromena tržišnih kamatnih stopa na plasiranasredstva u vidu oročenih depozita, iako visinakamatnih stopa koje NIS a.d. Novi Sad može daostvari na tržištu umnogome zavisi od visinebazičnih kamatnih stopa u momentu oročavanja (referentna kamatna stopa NBS-a).

6.4. Pregled sredstava i obaveza preduzeća

Usled puštanja u rad novih proizvodnih kapaciteta, rasta obima prerade i prodaje i povećanja efikasnosti poslovanja, zabeležen je rast prihoda od prodaje i neto dobiti.



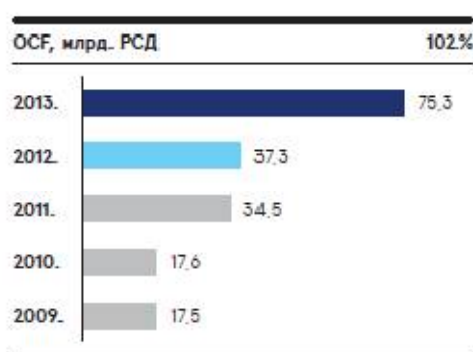
Slika 3: Rast prihoda od prodaje i neto dobiti NIS u periodu 2009.-2013.
Izvor: NIS, Godišnji izveštaj 2013

Tabela 7: Osnovni podaci

Naziv podatka	2013	2012	2011
Ukupna aktiva (AOP 024)	350.501.252	295.431.697	232.702.669
od toga: Gubitak iznad visine kapitala (AOP 023)	0	0	0
Ukupni kapital (AOP 101)	176.882.693	137.003.161	87.586.665
od toga: Osnovni kapital (AOP 102)	81.530.200	87.128.024	87.128.024
Nerasporedjeni dobitak (AOP 108)	95.412.378	49.456.516	40.601.667
Gubitak do visine kapitala (AOP 109)	0	396.287	40.997.954
Poslovni prihodi (AOP 201)	249.473.842	230.070.824	192.428.213
Neto dobitak (AOP 229)	52.324.369	49.456.516	40.601.667
Neto gubitak (AOP 230)	0	0	0
Broj zaposlenih (AOP 605)	5.043	7.577	9.650

Izvor: Agencija za privredne registre, Podaci iz godišnjih finansijskih izveštaja, dostupno na:
<http://fi.apr.gov.rs/prijemfi/cir/podaci.asp>

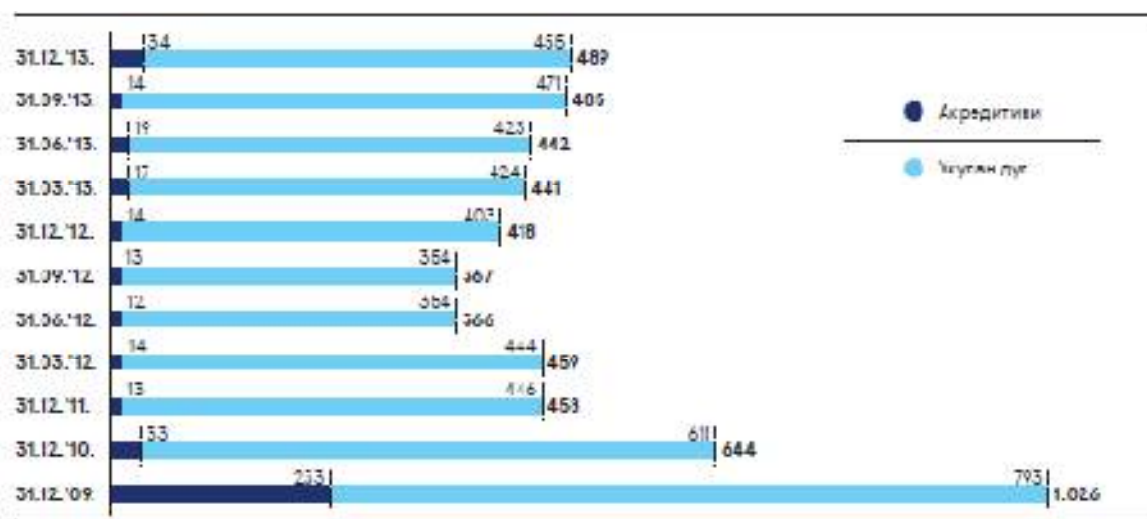
Tok novca iz poslovanja (*Operating cash flow*-OCF) takođe pokazuje rast zahvaljujući boljoj naplati od kupaca, iako i dalje postoje veliki problemi u naplati potraživanja od državnog sektora.



Slika 4: Rast OCF NIS u periodu 2009.-2013.

Izvor: NIS, Godišnji izveštaj 2013

Ukupna zaduženost prema bankama je uglavnom srednjeg roka i manje dugog roka, uz tendenciju smanjenja (17% sa akreditivima, 13% bez). 75% duga je u USD, a 23% u EUR (u 2013.godini) (NIS, 2014).



Slika 5: Kretanje ukupne zaduženosti NIS-a u periodu 2009.-2013.
Izvor: NIS, Godišnji izveštaj 2013

Ukupne finansijske obaveze su blago povećane u odnosu na 2012. godinu, uzrokovano rastom obaveza sa rokom dospeća manjim od 1 godine, uz istovremeno smanjenje srednjeročnih i dugoročnih obaveza (potvrđena posebna hipoteza).

Tabela 8: Finansijske obaveze na dan 31.12. 2013.(u hiljadama RSD)

Na dan 31.12.2013	Manji od 1 godine	1-5 godina	Preko 5 godina	Ukupno
Dugoročni krediti i ostale dugoročne obaveze	27.917.966	31.128.243	29.498.304	88.544.513
Obaveze iz poslovanja	49.580.306	-	-	49.580.306
Ostale kratkoročne obaveze	4.709.467	-	-	4.709.467
Ukalkulisane obaveze i odloženi prihodi	3.854.672	-	-	3.854.672
Ukupno	86.062.410	31.128.243	29.498.304	146.688.957

Izvor: NIS, Godišnji izveštaj 2013

Potraživanja po osnovu prodaje i druga potraživanja na dan 31.12.2013. godine iznose ukupno 57.165.316 hiljada RSD, što predstavlja povećanje u odnosu na 2012. godinu (41.575.063 hiljada RSD). Potraživanja starija od tri meseca učestvuju sa 27.951.270 hiljada dinara u ukupnim potraživanjima. Blago je smanjen broj obezvređenih potraživanja – sa 13.141.957 u 2012. godini na 12.538.970 hiljada RSD (NIS, 2014). Potraživanja su gotovo u celini u RSD.

6.5. Analiza finansijskih izveštaja

Tabela 9: Bilans stanja

Naziv pozicije	AOP	iznosi u 000 dinara		
		2013. godina	2012. godina	2011 godina
A. STALNA IMOVINA (002+003+004+005+009)	001	226.405.342	180.898.116	136.621.811
III. NEMATERIJALNA ULAGANJA	004	11.306.951	8.224.678	4.441.599
IV. NEKRETNINE, POSTROJENJA, OPREMA I BIOLOŠKA SREDSTVA (006+007+008)	005	176.081.795	145.835.109	126.261.296
1. Nekretnine, postrojenja i oprema	006	174.718.442	144.519.040	124.923.027
2. Investicione nekretnine	007	1.363.353	1.316.069	1.338.269
V. DUGOROČNI FINANSIJSKI PLASMANI (010+011)	009	39.016.596	26.838.329	5.918.916
1. Učešća u kapitalu	010	7.757.203	7.707.917	2.542.882
2. Ostali dugoročni finansijski plasmani	011	31.259.393	19.130.412	3.376.034
B. OBRtnA IMOVINA (013+014+015)	012	114.319.201	104.746.623	88.205.422
I. ZALIHE	013	38.861.591	43.606.986	35.397.598
II. STALNA SREDSTVA NAMENJENA PRODAJI I SREDSTVA POSLOVANJA KOJE SE OBUSTAVLJA	014	1.272.306	41.746	165.371
III. KRATKOROČNA POTRAŽIVANJA, PLASMANI I GOTOVINA (016+017+018+019+020)	015	74.185.304	61.097.891	52.642.453
1. Potraživanja	016	57.165.316	41.575.163	20.373.239
3. Kratkoročni finansijski plasmani	018	4.533.030	2.433.206	2.413.567
4. Gotovinski ekvivalenti i gotovina	019	5.180.154	8.311.264	25.228.726
5. Porez na dodatu vrednost i aktivna vremenska razgraničenja	020	7.306.804	8.778.258	4.626.921
V. ODLOŽENA PORESKA SREDSTVA	021	9.776.709	9.786.958	7.875.436
G. POSLOVNA IMOVINA (001+012+021)	022	350.501.252	295.431.697	232.702.669
Dj. UKUPNA AKTIVA (022+023)	024	350.501.252	295.431.697	232.702.669
E. VANBILANSNA AKTIVA	025	91.777.781	84.451.110	79.279.565
A. KAPITAL (102+103+104+105+106-107+108-109-110)	101	176.882.693	137.003.161	87.586.665
I. OSNOVNI I KAPITAL	102	81.530.200	87.128.024	87.128.024
III. REZERVE	104	0	889.424	889.424
IV. REVALORIZACIONE REZERVE	105	0	12	12
V. NEREALIZOVANI DOBICI PO OSNOVU HARTIJA OD VREDNOSTI	106	18.144	6.918	29.582
VI. NEREALIZOVANI GUBICI PO OSNOVU HARTIJA OD VREDNOSTI	107	78.029	81.446	64.090
VII. NERASPOREDJENI DOBITAK	108	95.412.378	49.456.516	40.601.667
VIII. GUBITAK	109	0	396.287	40.997.954
B. DUGOROČNA REZERVISANJA I OBAVEZE (112+113+116)	111	171.465.077	156.063.945	143.955.493
I. DUGOROČNA REZERVISANJA	112	14.267.344	12.930.335	13.365.464
II. DUGOROČNE OBAVEZE (114 + 115)	113	60.626.547	80.991.651	81.440.584
1. Dugoročni krediti	114	15.301.716	30.721.339	33.774.543
2. Ostale dugoročne obaveze	115	45.324.831	50.270.312	47.666.041
III. KRATKOROČNE OBAVEZE (117+118+119+120+121+122)	116	96.571.186	62.141.959	49.149.445
1. Kratkoročne finansijske obaveze	117	27.917.966	9.359.307	3.444.922
3. Obaveze iz poslovanja	119	49.580.305	33.921.648	29.458.654
4. Ostale kratkoročne obaveze	120	4.709.467	6.313.605	6.666.892
5. Obaveze po osnovu poreza na dodatu vrednost i	121	11.737.368	12.034.945	8.087.096

ostalnih javnih prihoda i pasivna vremenska razganičenja				
6. Obaveze po osnovu poreza na dobitak	122	2.626.080	512.454	1.491.881
V. ODLOŽENE PORESKE OBAVEZE	123	2.153.482	2.364.591	1.160.511
G. UKUPNA PASIVA (101+111 +123)	124	350.501.252	295.431.697	232.702.669
D. VANBILANSNA PASIVA	125	91.777.781	84.451.110	79.279.565

Izvor: Agencija za privredne registre, Podaci iz godišnjih finansijskih izveštaja, dostupno na:

<http://fi.apr.gov.rs/prijemfi/cir/podaci.asp>

Tabela 10: Bilans uspeha				
Naziv pozicije	AOP	iznosi u 000 dinara		
		2013. godina	2012. godina	2011. godina
I. POSLOVNI PRIHODI (202+203+204-205+206)	201	249.473.842	230.070.824	192.428.213
1. Prihodi od prodaje	202	252.214.729	226.156.906	186.882.958
2. Prihodi od aktiviranja učinaka i robe	203	223.460	2.063.809	4.478.663
3. Povećanje vrednosti zaliha učinaka	204	0	1.665.432	768.451
4. Smanjenje vrednosti zaliha učinaka	205	3.103.205	0	298.141
5. Ostali poslovni prihodi	206	138.858	184.677	151.359.027
II. POSLOVNI RASHODI (208 do 212)	207	192.644.035	165.090.067	12.711.852
1. Nabavna vrednost prodate robe	208	9.390.494	26.432.161	95.536.272
2. Troškovi materijala	209	132.566.455	90.416.631	21.744.471
3. Troškovi zarada, naknada zarada i ostali lični rashodi	210	17.492.035	21.247.898	6.832.271
4. Troškovi amortizacije i rezervisanja	211	10.693.445	7.840.645	14.534.161
5. Ostali poslovni rashodi	212	22.501.606	19.152.732	41.069.186
III. POSLOVNI DOBITAK (201-207)	213	56.829.807	64.980.757	7.008.996
V. FINANSIJSKI PRIHODI	215	9.179.971	10.167.157	8.833.569
VI. FINANSIJSKI RASHODI	216	4.033.406	15.827.048	7.406.282
VII. OSTALI PRIHODI	217	4.349.567	4.707.451	6.953.521
VIII. OSTALI RASHODI	218	8.016.611	12.703.358	39.697.374
IX. DOBITAK IZ REDOVNOG POSLOVANJA PRE OPOREZIVANJA(213-214+215-216+217-218)	219	58.309.328	51.324.959	39.697.374
B. DOBITAK PRE OPOREZIVANJA (219-220+221-222)	223	58.309.328	51.324.959	2.464.263
1. Poreski rashod perioda	225	6.185.819	2.575.885	3.368.556
3. Odloženi poreski prihodi perioda	227	200.860	707.442	40.601.667
DJ. NETO DOBITAK (223-224-225-226+227-228)	229	52.324.369	49.456.516	40.601.667
Z. NETO DOBITAK KOJI PRIPADA VLASNICIMA MATIČNOG PRAVNOG LICA	232	52.324.369	49.456.516	

Izvor: Agencija za privredne registre, Podaci iz godišnjih finansijskih izveštaja, dostupno na:

<http://fi.apr.gov.rs/prijemfi/cir/podaci.asp>

Poređenjem bilansa uspeha može se ustanoviti da neto dobit raste, kao i da rashodi imaju značajan pad u posmatranom periodu (potvrđena posebna hipoteza).

Rast nematerijalnih ulaganja sa stanjem na dan 31. decembra 2013. godine u odnosu na 31. decembar 2012. godine najznačajnijim delom se odnosi na novaulaganja u istraživanje i razvoj. Rast nekretnina, postrojenja i opreme najznačajnijim delom se odnosi na novaulaganja u

istraživanje i proizvodnju nafte i gasa, modernizaciju rafinerije u Pančevu i rekonstrukciju benzinskih stanica u Srbiji i inostranstvu. Smanjenje stalnih sredstava namenjenih prodaji najznačajnijim delom se odnosi na prodaju poslovne zgrade u Sredačkoj ulici u Beogradu (NIS, 2014).

Rast potraživanja sa stanjem na dan 31. decembra 2013. godine u odnosu na 31. decembar 2012. godine najznačajnijim delom se odnosi na produženje rok dospeća potraživanja kao i rast potraživanja od HIP Petrohemije, Pančevo (4.976 miliona RSD), Republičke direkcije za robne rezerve (2.683 miliona RSD), Air Srbija (1.329 miliona RSD) i ostalih kupaca. Kratkoročni finansijski plasmani (pad od 63%) rezultat je toga što je Grupa je stekla vlasništvo i kontrolu nad 100% kapitala društva OMV BiH čije je plaćanje u finansijskim izveštajima za 2012. godinu bilo priznato kao kratkoročni finansijski plasman. Gotovinski ekvivalenti i gotovina beleže pad od 28% najznačajnijim delom se odnosi na smanjenje gotovine na namenskim računima u banci namenjenim zakupovinu deviza. Smanjenje rezervi se u celini odnosi na ukidanje rezervi po osnovu Odluke Skupštine akcionara o raspodeli dobiti, isplati dividendi i utvrđivanju ukupnog iznosa neraspoređene dobiti. Raspodela rezevi koje više nisu imale namenu je izvršena u korist neraspoređene dobiti (NIS, 2014).

Rast iznosa nerealizovanih dobitaka po osnovu HOV se u celini odnosi na rast vrednosti ulaganja u HOV namenjen prodaji po osnovu svođenja vrednosti ulaganja na fer (tržišnu) vrednost. Neto smanjenje dugoročnih kredita sa stanjem na dan 31. decembra 2013. godine u odnosu na 31. decembar 2012. godine najznačajnijim delom se odnosi izdvajanje tekućih dospeća dugoročnih obaveza po osnovu kredita. Neto rast kratkoročnih finansijskih obaveza sa stanjem na dan 31. decembra 2013. godine u odnosu na 31. decembar 2012. godine se odnosi na izdvajanje tekućih dospeća dugoročnih obaveza po osnovu kredita i na otplatu kratkoročnih obaveza po osnovu kredita uzetih od UniCredit Bank i Vojvođanske banke. Smanjenje ostalih kratkoročnih obaveza se odnosi na smanjenje obaveza prema zaposlenima (NIS, 2014).

Vertikalna analiza pruža informaciju o učešću pojedinih pozicija u strukturi aktive, odnosno pasive.

Tabela 11: Struktura aktive

	2013	2012	2011
A. STALNA IMOVINA (002+003+004+005+009)	64.59%	61.23%	58.71%
III. NEMATERIJALNA ULAGANJA	3.23%	2.78%	1.91%
IV. NEKRETNINE, POSTROJENJA, OPREMA I BIOLOŠKA SREDSTVA (006+007+008)	50.24%	49.36%	54.26%
1. Nekretnine, postrojenja i oprema	49.85%	48.92%	53.68%
2. Investicione nekretnine	0.39%	0.45%	0.58%
V. DUGOROČNI FINANSIJSKI PLASMANI (010+011)	11.13%	9.08%	2.54%
1. Učešća u kapitalu	2.21%	2.61%	1.09%
2. Ostali dugoročni finansijski plasmani	8.92%	6.48%	1.45%
B. OBRTNA IMOVINA (013+014+015)	32.62%	35.46%	37.90%
I. ZALIHE	11.09%	14.76%	15.21%
II. STALNA SREDSTVA NAMENJENA PRODAJI I SREDSTVA POSLOVANJA KOJE SE OBUSTAVLJA	0.36%	0.01%	0.07%
III. KRATKOROČNA POTRAŽIVANJA, PLASMANI I GOTOVINA (016+017+018+019+020)	21.17%	20.68%	22.62%
1. Potraživanja	16.31%	14.07%	8.76%
3. Kratkoročni finansijski plasmani	1.29%	0.82%	1.04%
4. Gotovinski ekvivalenti i gotovina	1.48%	2.81%	10.84%
5. Porez na dodatu vrednost i aktivna vremenska razgraničenja	2.08%	2.97%	1.99%
V. ODLOŽENA PORESKA SREDSTVA	2.79%	3.31%	3.38%
G. POSLOVNA IMOVINA (001+012+021)	100.00%	100.00%	100.00%
Dj. UKUPNA AKTIVA (022+023)	100.00%	100.00%	100.00%

Analizom strukture aktive može se ustanoviti da u njoj dominira stalna imovina, čije učešće raste u posmatranom periodu. U okviru stalne imovine dominiraju nekretnine, postrojenja i oprema, što je u saglasnosti sa delatnošću Kompanije. Učešće obrtno imovine beleži pad. Izražen je pad gotovine, i rast potraživanja.

Tabela 12: Struktura pasive

I. OSNOVNI I KAPITAL	23.26%	29.49%	37.44%
III. REZERVE	0.00%	0.30%	0.38%
IV. REVALORIZACIONE REZERVE	0.00%	0.00%	0.00%
V. NEREALIZOVANI DOBICI PO OSNOVU HARTIJA OD VREDNOSTI	0.01%	0.00%	0.01%
VI. NEREALIZOVANI GUBICI PO OSNOVU HARTIJA OD VREDNOSTI	0.02%	0.03%	0.00%
VII. NERASPOREDJENI DOBITAK	27.22%	16.74%	17.45%
VIII. GUBITAK	0.00%	0.13%	17.62%
B. DUGOROČNA REZERVISANJA I OBAVEZE (112+113+116)	48.92%	52.83%	61.86%
I. DUGOROČNA REZERVISANJA	4.07%	4.38%	5.74%
II. DUGOROČNE OBAVEZE (114 + 115)	17.30%	27.41%	35.00%
1. Dugoročni krediti	4.37%	10.40%	14.51%
2. Ostale dugoročne obaveze	12.93%	17.02%	20.48%
III. KRATKOROČNE OBAVEZE (117+118+119+120+121+122)	27.55%	21.03%	21.12%
1. Kratkoročne finansijske obaveze	7.97%	3.17%	1.48%
3. Obaveze iz poslovanja	14.15%	11.48%	12.66%
4. Ostale kratkoročne obaveze	1.34%	2.14%	2.86%
5. Obaveze po osnovu poreza na dodatu vrednost i ostalih javnih prihoda i pasivna vremenska razganičenja	3.35%	4.07%	3.48%
6. Obaveze po osnovu poreza na dobitak	0.07%	0.17%	0.64%
V. ODLOŽENE PORESKE OBAVEZE	0.61%	0.80%	0.50%
G. UKUPNA PASIVA (101+111 +123)	100.00%	100.00%	100.00%

Analizom strukture pasive može se ustanoviti da u njoj dominiraju dugoročne obaveze, čije učešće opada u posmatranom periodu. Kratkoročne obaveze beleže rast, dok se osnovni kapital smanjuje. Značajna promena je vidna u učešću neraspoređene dobiti.

Analizom bilansa stanja može se ustanoviti rast poslovnih prihoda uslovljen rastom prihoda od prodaje, kao i rast neto dobiti (potvrđena posebna hipoteza). U strukturi troškova dominiraju troškovi materijala, koji beleže rast u posmatranom periodu. Rast neto dobiti svedoči o povećanju efikasnosti poslovanja.

	2013	2012	2011
Neto obrtni fond	17.748.015	42.604.664	39.055.977
Zalihe	38.861.591	43.606.986	35.397.598

Neto obrtni fond je dobar pokazatelj dugoročne finansijske stabilnosti preduzeća. U slučaju NIS-a, iako vrednost obrtnog fonda opada u posmatranom periodu, kompanija je u stanju da izvori sredstava imaju duži rok od aktive. Odnos (pokrivenost) zaliha neto obrtnim fondom ima sve povoljniju vrednost.

	2013	2012	2011
Poslovna aktiva	350501252	295431697	232702669
Promena (baza 2011)	151%	127%	100%

Vrednost poslovne aktive raste. **Kratkoročna zaduženost se povećava, ali zato dugoročne obaveze beleže značajan pad.**

6.6. Racio analiza

Pokazatelji ili indikatori su odnosi između dve veličine čija se interpretacija obavlja u odnosu na neko pravilo, standard ili normu (Knežević, 2009).

6.6.1. Pokazatelji likvidnosti

Pokazatelji likvidnosti imaju za cilj da prikažu sposobnost privrednog društva da servisira dospele obaveze plaćanja, uz održavanje potrebne strukture sredstava i očuvanje dobrog kreditnog boniteta. Likvidnost, tj. kratkoročna finansijska sigurnost, predstavlja sposobnost preduzeća da bezuslovno u vremeu potrebnom iznosu plati dospele obaveze najpogodnijim sredstvima da i dalje raspolaze sa dovoljno sredstava da nesmetano nastavi sa poslovanjem, bez narušavanja svoje kreditne sposobnosti, uz uslov da je likvidno u svakom momentu svog poslovanja (Knežević, 2009).

Analiza likvidnosti predstavlja analizu kratkoročne finansijske sigurnosti u ekonomiji se javlja pod pojmom "kratakrok" i odnosi se na period od godinu dana (Žarkić, 2009).

Pokazatelj opšte likvidnosti pokazuje sposobnost preduzeća da sa ukupno raspoloživim obrtnim sredstvima izvrši svoje kratkoročne obaveze, uz održavanje potrebnog obima i strukture obrtnih sredstava i očuvanje dobrog kreditnog boniteta. Ovaj indikator pokazuje sa koliko dinara obrtnih sredstava je pokriven svaki dinar kratkoročnih obaveza tj. koliko puta preduzeće ima više obrtnih sredstava nego kratkoročnih obaveza. Standard za ovaj pokazatelj je 2:1, ali je potrebno ispitati i strukturu obrtnih sredstava, visinu i rokove dospeća kratkoročnih obaveza i utvrditi koeficijente obrta pojedinih obrtnih sredstava kao što su zalihe, potraživanja i gotovina (Žarkić, 2009).

Pokazatelj opšte likvidnosti = Obrtna sredstva / Kratkoročne obaveze

	2013	2012	2011
Pokazatelj opšte likvidnosti	1.18	1.69	1.8

NISu 2013. godini imala 1.184 dinara u obrtnoj imovini za svaki dinar u kratkoročnim obavezama. Smanjenje racija tekuće likvidnosti u posmatranom periodu može značiti da kompanija odlaže plaćanje obaveza prema dobavljačima.

Pokazatelj redukovane likvidnosti =

Likvidna sredstva (Gotovina, potraživanja, kratkoročni plasmani) / Kratkoročne obaveze

	2013	2012	2011
Pokazatelj redukovane likvidnosti	0.69	0.84	1.0

Indikator pokazuje sa koliko dinara likvidnih sredstava je pokriven svaki dinar kratkoročnih obaveza. Ovaj pokazatelj se naziva *Acid Test*. Ako privredno društvo ima odnos 1:1 načelno se smatra da je stanje njegove tekuće likvidnosti relativno zadovoljavajuće. Ovaj racio predstavlja znatno strožiji test tekuće likvidnosti i služi kao korisna provera opšteg racia. Njegovo utvrđivanje pretpostavlja podelu ukupnih obrtnih sredstava u dve posebne grupe: gotovinu i relativno likvidna sredstva, kao što su potraživanja od kupaca i kratkoročni plasmani u hartije od vrednosti, koja neposredno stoje na raspolaganju, ili će biti raspoloživa u dovoljno kratkom roku za isplatu tekućih obaveza i manje likvidna sredstva, kao što su zalihe i unapred plaćeni troškovi, koja normalno zahtevaju nešto duže vreme da bi se konvertovala u novčani oblik (Knežević, 2009). **Može se konstatovati da su vrednosti racia rigorozne likvidnosti iznad prosečnih u industriji. Naime, prerađivačka industrija je, na primer, u 2012. godini imala racio rigorozne likvidnosti 0.58, a privreda u celini 0.7, čime je potvrđena posebna hipoteza** (Makroekonomija.org, 2013).

Pokazatelj trenutne likvidnosti = Gotovina i ekvivalenti / Kratkoročne obaveze

	2013	2012	2011
Pokazatelj trenutne likvidnosti	9%	13.4%	51%

Racio trenutne likvidnosti kompanije u periodu od 2011. godinedo 2013. godine ima trend pada. Ovaj racio predstavlja najstrožiji test likvidnosti jer se sredstva privrednog društva češće

drže u ekvivalentima ili u drugim finansijskim instrumentima koji nose prinos nego u obliku gotovine.

Neto obrtna sredstva (*working capital*) = Obrtna sredstva – Kratkoročne obaveze

	2013	2012	2011
Neto obrtnasredstva	17748015	42604664	39055977

Neto obrtnasredstva predstavljaju veličinu koja se dobija iz razlike između obrtneimovine i kratkoročnihobaveza(Knežević, 2009).Privredno društvo koje ima veći iznos neto obrtnih sredstava obezbeđuje veći stepen likvidnosti. Ovaj pokazatelj je posebno značajan za banke, jer je on indikator kratkoročne likvidnosti i sposobnosti vraćanja dugova tj.neto obrtna sredsta omogućavaju zaduživanje privrednog društva na kratak rok i služe kao ocena stepena rizika sa kojim banka ulaže sredstva.

6.6.2. Pokazatelji finansijske strukture

Ukupna poslovna sredstva preduzeće može da finansira iz različitih izvora finansiranja. Komponovanje pasive, odnosno odnos između sopstvenih i pozajmljenihizvora finansiranja naziva se finansijskom strukturom(Knežević, 2009). Indikatori ili pokazatelji finansijske strukture su stoga nezaobilazno sredstvo kojimse analitičar služi da bi procenio finansijski položaj kompanije.

Stepen zaduženosti (*Odnos pozajmljenih prema ukupnim izvorima finansiranja*)=

Pozajmljeni izvori (dugoročne i kratkoročne obaveze) / Ukupna Aktiva

	2013	2012	2011
Odnos pozajmljenih prema ukupnim izvorima finansiranja	77%	75%	83%

Ovaj pokazatelj se razlikuje među privrednim društvima i ne postoji neka unapređena normala ili standard pa ga treba porediti sa istorijskim vrednostima privrednog društva, kada je reč o učešću pozajmljenih izvora ili sa prosekom u grani u kojojono posluje, mada se praktično kao dozvoljena granica smatra 0,5 ili 50% finansiranjaiz pozajmljenih izvora.Razlika između tako dobijenog procenta i 100% pokazuje srazmeran deo ukupnih poslovnih sredstava koji je finansiran iz sopstvenih izvora (Knežević, 2009).

Pokazatelj zaduženosti =
Dugoročna rezervisanja i obaveze + odložena poreska sredstva / Poslovna imovina

	2013	2012	2011
Pokazatelj zaduženosti	52%	56%	65%

Ovaj pokazatelj pokazuje pad, čime je dokazana posebna hipoteza.

Odnos obaveza i sopstvenog kapitala (debt/equity ratio) =

Dugoročne obaveze i rezervisanja / Sopstveni kapital

	2013	2012	2011
<i>Debt/equity ratio</i>	210%	179%	165%

Ovim pokazateljem se izražava stepen dejstva *leverage*-a, kojim se pokušavaju izmeriti efekti finansiranja iz pozajmljenih izvora na rentabilnost ili stopu prinosa sopstvenog kapitala. Pokazatelj dugoročnog rizika finansiranja firme (rizik je veći ako je veće učešće pozajmljenih izvora u strukturi) (Knežević, 2009).

Pokazatelj kamatonosne zaduženosti =

Dugoročni krediti + Ostale dugoročne obaveze + Kratkoročne finansijske obaveze / Poslovna imovina

	2013	2012	2011
Pokazatelj kamatonosne zaduženosti	25%	31%	36%

Koeficijent pokrića kamate = Poslovni dobitak (EBIT) / Rashodi kamate

	2013	2012	2011
<i>Koeficijent pokrića kamate</i>	14.45	3.2	4.5

Finansiranje iz dugoročnih kredita ili emisijom obveznica prouzrokuje da privredno društvo ima fiksne periodične rashode na ime kamate, kao fiksnu obavezu koju mora podmiriti. Ovi izdaci za kamatu padaju na teret poslovnog dobitka. Ovaj pokazatelj se upoređuje sa njegovom vrednošću za tu kompaniju u prethodnim godinama. Ne postoji standard, ovaj pokazatelj daje informaciju o tome koliko firma ima mogućnosti da iz ostvarenog poslovnog dobitka pokrije kamata (kamate su fiksni finansijski rashodi), smatra se da kompanija ima ovaj

pokazatelj na zadovoljavajućem nivou ako on iz godine u godinu raste (rast se obezbeđuje ili smanjenjem kamate, kroz otplatu kredita i neuzimanje novih kredita, ili povećanjem poslovnog dobitka)(Knežević, 2009).

6.6.3. Pokazatelji rentabilnosti

Prihodi i rashodi i njihova razlika (dobitak ili gubitak) proističu iz anagažovanja sredstava i izvora finansiranja, aktive i pasive. Ako su sredstva i izvori efikasno korišćeni privredno društvo ostvaruje dobitak, u protivnom ostvaruje gubitak.

Stopa prinosa na poslovna sredstva ili imovinu (Return on assets, ROA) =

Poslovni dobitak / Prosečna poslovna aktiva

Prosečna poslovna aktiva =

Poslovna sredstva na početku + Poslovna sredstva na kraju godine /2

	2013	2012	2011
<i>Stopa prinosa na poslovna sredstva ili imovinu</i>	17.6%	24.6%	20%
<i>Prosečna poslovna aktiva</i>	322966475	264067183	204914835

Stopa poslovnog dobitka ili poslovna margina =

poslovni dobitak / poslovni prihodi

	2013	2012	2011
<i>Stopa poslovnog dobitka</i>	22.8%	27.2%	21.3%

Stopa prinosa na sopstveni kapital (ROE)= Neto dobit / sopstveni kapital

	2013	2012	2011
<i>ROE</i>	59%	52%	21.3%

Uočava se porast ROA pokazatelja, što je pozitivan trend i znači da se aktiva kompanije efikasnije koristi što znači i veću dobit. ROE pokazatelj takođe ima pozitivan trend. (potvrđena posebna hipoteza).

6.6.5. Pokazatelji poslovne aktivnosti

Ovi pokazatelji obuhvataju odnose između prihoda i troškova iz bilansa uspeha dovodeći ih u vezu sa odgovarajućim pozicijama iz bilansa stanja jer je efikasnost upravljanja imovinom i kapitalom u direktnoj vezi sa likvidnošću, solventnošću i profitabilnošću preduzeća.

$$\text{Koeficijent obrta kupaca} = \text{Prihodi od prodaje} / \text{Prosečan saldo kupaca}$$

$$\text{Prosečan saldo kupaca} = (\text{Saldo kupaca na kraju perioda} + \text{saldo kupaca na početku perioda}) / 2$$

	2013	2012	2011
Koeficijent obrta kupaca	5.1	7.4	11.6
Prosečan saldo kupaca	49370240	30974201	16659479

Racio obrta potraživanja od kupaca je veoma važan naročito u privredi koja ima problema sa likvidnošću. Kompaniji odgovara što brža naplata potraživanja, jer kašnjenja u naplati uzrokuju probleme sa likvidnošću (Knežević, 2009).

$$\text{Prosečan period naplate potraživanja} = 365 / \text{Koeficijent obrta kupaca}$$

	2013	2012	2011
Prosečan period naplate potraživanja	72.2	49.1	31.6

Pokazatelj pokazuje koliko se puta u proseku naplaćuju potraživanja u toku godine, tj. na koliko dinara neto prihoda od realizacije u toku godine 1 dinar ostaje nenaplaćen u saldu potraživanja od kupaca. Prosečan period naplate potraživanja pokazuje koliko dana prosečno protekne od trenutka prodaje na kredit kupcima do trenutka naplate potraživanja tj. pokazuje dužinu vremenskog perioda u kome preduzeće beskamratno kreditira svoje kupce. Period naplate potraživanja treba analizirati u kontekstu kreditnih uslova odobrenih kupcima. Ako uobičajeni kreditni period iznosi 30 dana, prosečan period naplate treba da bude oko 30 dana. Duži period znači nezadovoljavajuću naplatu potraživanja od kupaca u toku godine (Knežević, 2009).

Zalihe u proizvodnim privrednim društvima predstavljaju izuzetno značajan segment obrtnih sredstava. U bilansnim obrascima u Republici Srbiji ova pozicija se može pronaći u bilansima stanja trgovinskih privrednih društava kao pozicija Nabavna vrednost prodate robe (Knežević, 2009).

$$\text{Koeficijent obrta robe} = \text{Nabavna vrednost prodate robe} / \text{Prosečan saldo zaliha robe}$$

Prosečan saldo zaliha robe = (Saldo robe na početku godine + Saldo robe na kraju godine) / 2

	2013	2012	2011
Koeficijent obrta zaliha	0.23	0.67	0.37
Prosečan saldo zaliha	41234289	39502292	34698783

Ovaj pokazatelj govori o tome koliko puta u toku godine se zalihe konvertuju u gotovinu. Brži obrt znači brže pretvaranje zaliha u gotovinu, što se smatra povoljnim. Od brzine obrta zaliha direktno zavisi likvidnost i solventnost preduzeća, a racio posredno utiče i na rentabilnost. Koeficijent obrta zaliha pokazuje koliko se prosečno godišnje zalihe obrnu u preduzeću. Takođe, pokazuje na koliko dinara cene koštanja realizovanih proizvoda 1 dinar ostaje vezan u zalihama na kraju godine. Može se interpretirati na sledeći način: Privredno društvo je moralo da investira u zalihe 1 dinar da bi u toku godine ostvarilo 0.23 dinara cene koštanja realizovanih proizvoda ili nabavljene robe (za 2013. godinu) (Knežević, 2009).

Koeficijent obrta ukupnih obrtnih (tekućih) sredstava =

Ukupni poslovni rashodi iz bilansa uspeha / Prosečna obrtna sredstva

Prosečna obrtna sredstva =

Obrtna sredstva na početku + Obrtna sredstva na kraju godine / 2

	2013	2012	2011
Koeficijent obrta ukupnih obrtnih (tekućih) sredstava	1.76	1.71	1.99

Ako su obim i prihodi od prodaje veći u odnosu na neto obrtna sredstva, utoliko je verovatnija opasnost od potencijalne nelikvidnosti. To pokazuje da je srazmerno ubrzanje obrta neto obrtnih sredstava učinjeno kroz povećanje učešća kratkoročnih izvora u finansiranju ukupnih obrtnih sredstava. Međutim, ovde postoji rizik od iznenadnog pada poslovne aktivnosti i prihoda od realizacije usled okolnosti koje je teško predvideti, kao što su odustajanje od izvršenih porudžbina, elementarne nepogode, neočekivane akcije konkurenata i sl. Narasle tekuće obaveze sukcesivno dospevaju za plaćanje, uz sve manji priliv gotovine koji se ostvaruje prodajom zaliha i naplatom potraživanja, nedovoljan da bi te obaveze bile u celosti likvidirane u momentu dospelosti. Tendencija smanjenja koeficijenta obrta može da odražava

predimenzioniranost neto obrtnih sredstava u odnosu na obim aktivnosti, što dovodi do finansiranja kratkoročnih potreba za obrtnim sredstvima iz dugoročnih izvora što može da ukazuje na gomilanje zaliha ili potraživanja, što se negativno odražava na rentabilnost ukupnog poslovanja (Knežević et al., 2013).

$$\text{Koeficijent obrta stalnih sredstava} =$$

Neto prihodi od prodaje / Prosečna stalna sredstva.

	2013	2012	2011
<i>Koeficijent obrta stalnih sredstava</i>	1.24	1.42	1.53

Kao standard za poređenje koristi se prosečna vrednost za granu u kojoj firma posluje. Pokazuje koliko je dinara neto prihoda od realizacije ostvareno na svaki dinar angažovanih fiksnih sredstava (Knežević, 2009).

$$\text{Koeficijent obrta ukupnih poslovnih sredstava} =$$

Neto prihodi od prodaje / Ukupna poslovna sredstva (sadašnja vrednost)

	2013	2012	2011
<i>Koeficijent obrta ukupnih poslovnih sredstava</i>	0.72	0.77	0.8

Koristi se kao uopšteni indikator poslovne aktivnosti firme. Pokazuje koliko se puta prosečno obrnu ukupna poslovna sredstva, ili koliko dinara neto prihoda od realizacije je ostvareno na svaki dinar angažovanih ukupnih sredstava. Ako dolazi do njegovog smanjenja, preispituje se šta se dešava sa efikasnošću upravljanja pojedinim sredstvima.

6.7. Procena buduće vrednosti

Kako NIS na tržištu Srbije nema konkurenciju, primena tržišnog pristupa, koji bi u ovom slučaju predstavljao najbolji izbor za procenu vrednosti kompanije, s obzirom da su ispunjeni uslovi za njegovu primenu, poređenje sa poslovanjem drugih kompanija bilo bi beznačajno pa bi trebalo uporediti ove pokazatelje sa pokazateljima naftne industrije neke druge države. Tržišni pristup između ostalog podrazumeva metod cene uporedivih kompanija i bazira se na poređenju

preduzeća sa sličnim kompanijama u istoj privrednoj grani ili delatnosti. Primena tržišnog pristupa zahteva manje više uobičajenu procedure (Stanišić & Stanojević, 2008):

- Pripremanje finansijskih izveštaja za određeni vremenski period i stvaranje informacione osnove za poređenje,
- Prilagođavanje finansijskih izveštaja Međunarodnim računovodstvenim standardima,
- Obračunavanje poreske obaveze na korigovani iznos dobiti
- Definisane kriterijuma za selekciju i selekcija preduzeća za poređenje
- Određivanje multiplikatora koji će se primeniti u proceni
- Određivanje perioda za poređenje sa uporedivim preduzećima
- Izračunavanje i prilagođavanje multiplikatora
- Izračunavanje vrednosti preduzeća primenom korigovanog multiplikatora
- Provera i testiranje dobijenog rezultata

Finansijski izveštaji nisu uvek prilagođeni zahtevima procenitelja, pasve pozicije moraju da se testiraju po metodi COVED, kako bi mogli da posluže kao validna osnova za poređenje sa drugim preduzećima ili primene drugih metoda ocene. COVED metoda proverava kompletnost pozicija u finansijskim izveštajima, proveru pozicija nematerijalnih ulaganja, proveru usaglađenosti podataka u izveštajima sa realnim stanjem, vrednovanje i procenjivanje pozicija po tržišnim vrednostima i proveru potpunosti podataka koji su objavljeni.

6.7.1. Metod multiplikatora

Metod multiplikatoraje potencijalno neprecizan, ali vemo često korišćen metod procene vrednosti. Primena ovih multiplikatora podrazumeva jaku informacionu podršku pri pronalaženju preduzeća koja su veoma slična sa posmatranim preduzećem. U metodi se koriste multiplikatori iz transakcija, kod preduzeća kod kojih je nedavno nastupila promena u strukturi vlasništva, i berzanski multiplikatori. Berzanski multiplikatori koriste informacije sa tržišta kapitala a kao najčešći se javljaju P/E (racio cena u odnosu na zaradu), P/CF (racio cena u odnosu na novčani tok), P/S (racio cena u odnosu na prihod) i drugi. Da bi se dobila vrednost preduzeća koristeći pomenute multiplikatore, neophodno je njihove vrednosti pomnožiti sa odgovarajućim fundamentima konkretnog preduzeća kao što su zarada po akciji, novčani tok (CF), prihod od prodaje, knjigovodstvena vrednost. Specifičnost multiplikatora je da su usmereni

na trenutno poslovanje, kratkoročne prognoze, za razliku od metode diskontovanja novčanih tokova koja težište vrednovanja stavlja na dugoročnu vrednost preduzeća (Bosiljčić).

Za izračunavanje multiplikatora potrebni su podaci o ceni akcije preduzeća na tržištu i odgovarajućem rezultatu poslovanja (dobit, novčani tok, prihod, dividenda itd). Izbor multiplikatora se vrši iz sledećih racia(Stanišić & Stanojević, 2008):

- Cena akcije / neto dobit po akciji
- Cena akcije / dividenda po akciji
- Cena akcije / novčani tok po akciji
- Cena akcije / prihodi od prodaje po akciji
- Cena akcije /knjigovodstvena vrednost akcijskog kapitala
- Cena akcije/ knjigovodstvena vrednost reprodukcione vrednosti po akciji.

U Republici Srbiji se ne koristi ovaj metodzbog nerazvijenosti finansijskog tržišta. **Međutim, s obzirom da je NIS među retkim kompanijama koja se pojavljuje na berzi, ovaj se metod može primeniti. Kao što je napomenuto, NIS na tržištu Srbije nemakonkurente, pa se poređenjem sa sličnim kompanijama u okruženju može izvršiti procena vrednosti tržišnim pristupom (potvrđena posebna hipoteza).**

Za primenu metode prikupljeni su podaci za 4 naftne kompanije koje posluju u okolnim zemljama: NIS a.d., INA iz Hrvatske, MOL iz Mađarske i Petrol iz Slovenije.

Tabela 13: Odabrani pokazatelji

NA DAN 5.3.2015	NIS ad ²	INA dd ³	MOL Mađarska ⁴	Petrol Slovenija
Cena akcije / neto dobit po akciji (P/E)	2,18	38.9	42.6	9.93 ⁵
Tržišna cena obične akcije / knjigovodstvena vrednost akcije (P/B)	0.65	3.34	0.6 ⁶	1.16
Neto dobit po akciji (EPS)	320,89 RSD	189.7 EUR	32.00 Ft (12.7 RSD)	25.59 ⁷ EUR
ROE	29,58	- 15.46	-4.6	11.66

Dodatne informacije o tržištima pokazuju da pad cene nafte i nestabilnost ključnih valuta na svetskom tržištu imaju značajan uticaj na poslovanja svih naftnih kompanija u region. Poređenjem odabranih pokazatelja može se zaključiti da je NIS u povoljnijem finansijskom položaju od INE i MOLa, koji su zabeležili pad prihoda, što će se vremenom odraziti i na atraktivnost njihovih akcija. NIS je i pored rasta ključnih valuta i značajnih kursnih razlika uspeo da ostvari pozitivan rezultat. Međutim, pad prihoda se odrazio na smanjenje obima planiranih investicija. U jednako teškoj i nestabilnoj 2014. godini, negativne kursne razlike i visoka amortizacija rezultirali su padom neto dobiti od 42% u odnosu na 2013. godinu (NIS, 2014).

²<http://www.belex.rs/trgovanje/hartija/dnevni/NIIS>, datum preuzimanja 1.3.2015.

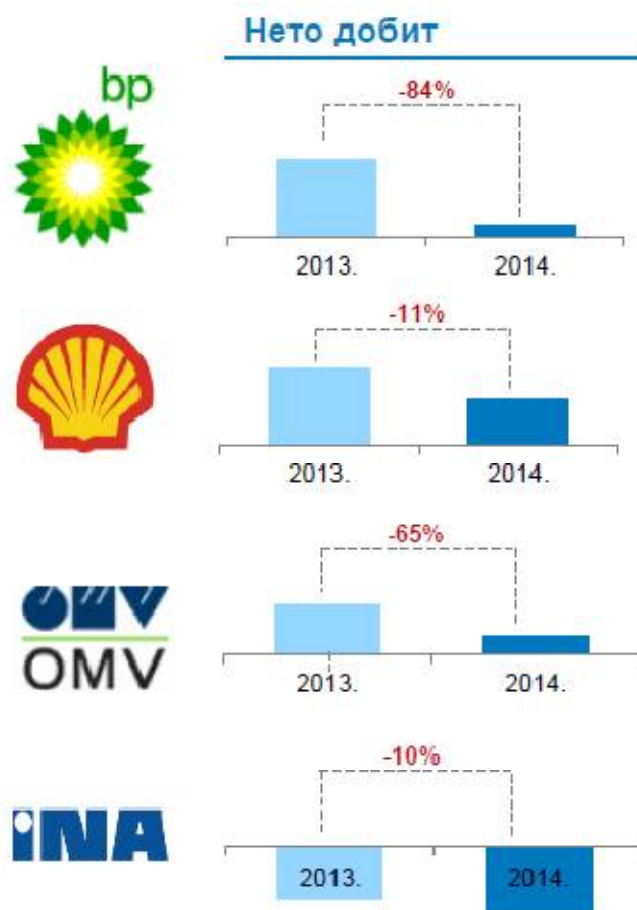
³<http://quotes.wsj.com/HR/XZAG/INA-R-A/financials>, datum preuzimanja 1.3.2015.

⁴<http://quotes.wsj.com/HU/MOL>, datum preuzimanja 1.3.2015.

⁵<http://www.stockopedia.com/share-prices/petrol-dd-ljubljana-LJE:PETG/>, datum preuzimanja 1.3.2015.

⁶<http://quotes.morningstar.com/stock/MGYOY/s?t=MGYOY>, datum preuzimanja 1.3.2015.

⁷<http://quotes.wsj.com/SI/PETG/financials>



Slika 5: Neto dobit konkurenata
Izvor: NIS, Prezentacija rezultata 2014

6.7.2. Primena prinostnog pristupa – metod diskontovanja budućih rezultata

Međunarodni standardi i praksa procenjivanja preporučuju primenu tržišnog pristupa procene kad god za to postoje uslovi, odnosno postoje slične kompanije i odgovarajuća baza podataka. Međutim, ovaj pristup je ograničen specifičnostima predmeta procene, i iz tog razloga, **se najčešće primenjuje prinostni pristup procene vrednosti odnosno metoda diskontovanja budućih rezultata ili metoda kapitalizovanja ostvarenih rezultata, kao najadekvatniji ako preduzeće koje je predmet procene nastavlja sa poslovanjem i ima barem polovičan stepen korišćenja kapaciteta**(Stanišić & Stanojević, 2008).

Procena vrednosti metodom diskontovanih novčanih tokova (DCF - *discounted cash flow method*) bazira se na prognozi očekivanih budućih novčanih tokova preduzeća koji se diskontovanjem svode na sadašnju vrednost. Vrednovanje se zasniva na oceni investicionih

projekata odnosno polazi od toga da je sadašnja vrednost preduzeća jednaka sumi očekivanih budućih novčanih tokova njenog poslovanja, diskontovanih po stopi koja odražava rizičnost tih novčanih tokova. Za procenu se može koristiti slobodni novčani tok (FCFF - *free cash flow to firm*)(IPF, 2015).

Slobodan novčani tok (FCFF) predstavlja neto profit iz poslovnih aktivnosti uvećan za amortizaciju i umanjen za investicije. Slobodni novčani tok odražava novčani tok koji generiše preduzeće u svojim redovnim aktivnostima i koji pripada svim vlasnicima i kreditorima. Ovaj novčani tok jednak je sumi odliva novčanih tokova koji idu prema svim vlasnicima kapitala (kamate, dividende, nove pozajmice, otplate kredita i slično).

Tabela 14: Izveštaj o tokovima gotovine

Naziv pozicije	AOP	iznosi u 000 dinara		
		2013. godina	2012. godina	2011. godina
I. Prilivi gotovine iz poslovnih aktivnosti (1 do 3)	301	388.810.697	315.254.778	284.085.112
1. Prodaja i primljeni avansi	302	387.768.902	313.174.536	282.802.307
2. Primljene kamate iz poslovnih aktivnosti	303	902.936	1.895.568	984.664
3. Ostali prilivi iz redovnog poslovanja	304	138.859	184.674	298.141
II. Odlivi gotovine iz poslovnih aktivnosti (1 do 5)	305	315.485.016	278.447.566	249.099.540
1. Isplate dobavljačima i dati avansi	306	154.525.550	143.551.839	121.573.195
2. Zarade, naknade zarada i ostali lični rashodi	307	18.782.016	20.843.165	21.599.392
3. Plaćene kamate	308	2.944.779	3.318.871	3.114.515
4. Porez na dobitak	309	4.072.193	3.548.460	1.591.789
5. Plaćanja po osnovu ostalih javnih prihoda	310	135.160.478	107.185.231	101.220.649
III. Neto priliv gotovine iz poslovnih aktivnosti (I - II)	311	73.325.681	36.807.212	34.985.572
I. Prilivi gotovine iz aktivnosti investiranja (1 do 5)	313	1.058.821	1.585.407	296.092
1. Prodaja akcija i udela (neto prilivi)	314	0	228	17.103
2. Prodaja nematerijalnih ulaganja, nekretnina, postrojenja, opreme i bioloških sredstava	315	204.087	322.111	278.989
3. Ostali finansijski plasmani (neto prilivi)	316	854.734	1.263.068	0
II. Odlivi gotovine iz aktivnosti investiranja (1 do 3)	319	64.024.826	54.690.781	34.803.417
1. Kupovina akcija i udela (neto odlivi)	320	26.306	213	26.234
2. Kupovina nematerijalnih ulaganja, nekretnina, postrojenja, opreme i bioloških sredstava	321	50.466.441	38.883.079	32.509.584
3. Ostali finansijski plasmani (neto odlivi)	322	13.532.079	15.807.489	2.267.599
IV. Neto odliv gotovine iz aktivnosti investiranja (II - I)	324	62.966.005	53.105.374	34.507.325
I. Prilivi gotovine iz aktivnosti finansiranja (1 do 3)	325	21.996.382	10.085.960	49.408.156
2. Dugoročni i kratkoročni krediti (neto prilivi)	327	21.996.382	6.267.501	23.406.069
3. Ostale dugoročne i kratkoročne obaveze	328	0	3.818.459	26.002.087
II. Odlivi gotovine iz aktivnosti finansiranja (1 do 4)	329	35.588.438	11.360.516	35.177.068
2. Dugoročni i kratkoročni krediti i ostale obaveze (neto odlivi)	331	23.224.309	11.360.516	35.177.068
4. Isplaćene dividende	333	12.364.129	0	14.231.088
IV. Neto odliv gotovine iz aktivnosti finansiranja (II - I)	335	13.592.056	1.274.556	0
G. SVEGA PRILIVI GOTOVINE (301+313+325)	336	411.865.900	326.926.145	333.789.360
D. SVEGA ODLIVI GOTOVINE (305+319+329)	337	415.098.280	344.498.863	319.080.025
DJ. NETO PRILIVI GOTOVINE (336-337)	338	0	0	14.709.335
E. NETO ODLIV GOTOVINE (337-336)	339	3.232.380	17.572.718	0
Ž. GOTOVINA NA POČETKU OBRAČUNSKOG PERIODA	340	8.311.264	25.228.726	10.595.830
Z. POZITIVNE KURSNE RAZLIKE PO OSNOVU PRERAČUNA GOTOVINE	341	711.333	2.064.138	1.409.520
I. NEGATIVNE KURSNE RAZLIKE PO OSNOVU PRERAČUNA GOTOVINE	342	610.063	1.408.882	1.485.959
J. GOTOVINA NA KRAJU OBRAČUNSKOG PERIODA (338 - 339 + 340 +341 - 342)	343	5.180.154	8.311.264	25.228.726

Izvor: Agencija za privredne registre, Podaci iz godišnjih finansijskih izveštaja, dostupno na:
<http://fi.apr.gov.rs/prijemfi/cir/podaci.asp>

Prilikom procene novčanih tokova moguće je izabrati nekoliko različitih modela što zavisi od očekivanog kretanja novčanih priliva. Najčešće primenjivani modeli procene su model sa konstantnim i model sa promenljivim rastom. Model sa konstantnim rastom slobodnih novčanih tokova se koristi za preduzeća koje karakteriše stabilnost poslovanja i tržišta. Model se zasniva na Gordonovom modelu rasta koji pretpostavlja da će slobodni novčani tokovi preduzeća rasti po konstantnoj stopi (Stanišić & Stanojević, 2008).

Nakon toga, diskontuje se odabrani novčani tok na sadašnju vrednost po odgovarajućoj diskontnoj stopi. Kao diskontna stopa se najčešće koristi WACC - ponderisana prosečna cena kapitala. Diskontna stopa se ne primenjuje direktno (kao delilac ili množilac) prilikom izračunavanja diskontnog računa, već se prvo izračunavaju diskontni faktori (ili faktori sadašnje vrednosti), pomoću kojih se diskontuju budući prinosi na sadašnju vrednost. Diskontni faktor $1/(1+i)^n$ predstavlja sadašnju vrednost 1 din. ostvarenog u budućim godinama ili vrednost iz finansijske tablice (IPF, 2015). Prema WACC konceptu, suma očekivanih gotovinskih tokova diskontuje se troškom kapitala, koji se izračunava kao ponderisani prosek kombinacije izvora finansiranja (IPF, 2015).

Na primer, u slučaju NIS a.d. , potencijalni investitori pri određivanju vrednosti akcija mogu koristiti sledeći obračun:

Tabela 15: Obračun WACC

Stopa bez rizika	3.8%
Premija tržišnog rizika	5%
Rizik zemlje : kreditni rejting Srbije po Fitch BB	7.9%
β	1.1
Debt to Equity	0.2
Alfa faktor je razmatran na nivou 0% uglavnom stoga, što su svi rizici već uključeni u novčani promet i druge komponente rizika i diskontne kamate	0
Premija za veličinu	2.7%
Stopa povraćaja investicije	20%
Porez	10%
Korporativni porez	10%
Zaduženost	0.22
WACC	18%

Izvor: NIS, Poslovni model, dostupno na:
<http://ir.nis.rs/fileadmin/template/nis/pdf/Reporting/Presentations>

Ukoliko za očekivani rast uzmemo vrednost od 8%⁸ može se izračunati vrednost kompanije (IMF, 2014).

$$Diskont = \frac{1}{(1 + WACC)^{broj\ godina}}$$

Tabela 16: Obračun DCF

(MILIJARD E RSD)	201 3	201 4	201 5	201 6	201 7	201 8	Konačna vrednost
CASH FLOW	75	81	88	95	102	110	476+5140.8=5617
Godina	0	1	2	3	4	5	6
Diskont	-	0.85	0.72	0.61	0.52	0.44	0.37
DCF	-	68.8	63.4	58	53	48.4	291.6+2081=2373

Koristeći ovu metodu vrednost preduzeća se dobija kao sadašnja vrednost budućih novčanih tokova koji se diskontuju odgovarajućom stopom prinosa. Izračunat FCFF uključuje samo novčane tokove koje će generisati poslovna sredstva. Višak gotovine i novčani tokovi koje stvaraju neposlovna sredstva se ne uključuju u obračun. Njihova vrednost se dodaje na vrednost poslovnih sredstava (sadašnju vrednost FCFF). Izračunati FCFF se diskontuje prosečnom ponderisanom cenom kapitala (WACC). Vrednost preduzeća je jednaka zbiru sadašnje vrednosti slobodnog novčanog toka u periodu predviđanja (eksplicitna vrednost) i sadašnje vrednosti novčanog toka u periodu posle predviđanja (rezidualna ili kontinuelna vrednost) (IMF, 2014).

$$\text{Rezidualna vrednost} = \frac{CF \times (100 + G)}{(WACC - G)} = \frac{476 \times 108}{10} = 5140.8$$

Problem koji se javlja u proceni novčanog toka jeste pretpostavka nastavka poslovanja, kao i nestabilnost okruženja.

⁸<http://www.investing.com/equities/nis-ad-ratios>, preuzeto dana 2.3.2015.

ZAKLJUČAK

NIS je jedna od najvećih vertikalno integrisanih energetske kompanije u jugoistočnoj Evropi. Osnovne delatnosti NIS-a su istraživanje, proizvodnja i prerada nafte i gasa, promet naftnih derivata, kao i realizacija projekata u oblasti energetike. Glavni strateški cilj kompanije do 2020. godine je da postane najefikasnija, brzorastuća energetska kompanija u balkanskom regionu.

Kompanija posluje u nestabilnim ekonomskim uslovima, i na njene finansijske rezultate značajno utiču varijacije deviznih kurseva, promene cene nafte na svetskom tržištu, kao i brojne promene zakona koje su posledica usaglašavanja zakonodavstvu Srbije sa zakonodavstvom Evropske unije. Analizom okruženja ustanovljeno je da se i u budućnosti očekuje nastavak negativnog dejstva eksternih faktora. Potrošnja nafte i naftnih derivata pokazuje blagi porast u posmatranom periodu, na šta značajno utiče i povećanje kvaliteta koje je rezultat investicija u tehnološke inovacije i istraživanja kompanije NIS. Pored NIS-a na tržištu Srbije posluju i LukOil, Eko Serbia, OMV Srbija i MOL Srbija, ali sa značajno manjim tržišnim učešćem.

Kompanija je orijentisana na rast i razvoj baziran na inovacijama i povećanju efikasnosti poslovanja. To je vidljivo u posmatranom periodu – karakterističan je pad troškova i smanjenje broja zaposlenih. Takođe, značajna sredstva se izdvajaju za finansiranje unapređenja osnovnih sredstava. Vertikalna analiza je pokazala pad učešća dugoročnih obaveza u strukturi pasive. Racio analiza je pokazala zadovoljavajuću likvidnost i solventnost, kao i da još uvek ima prostora za efikasnije korišćenje poslovnih kapaciteta.

Posebna hipoteza da je NIS likvidno preduzeće dokazana je izračunavanjem pokazatelja likvidnosti u racio analizi, iz čega je izvučen zaključak da je preduzeće likvidno po osnovu svih izračunatih racia iako vrednosti pokazatelja opadaju u posmatranom periodu.

Pokazatelj trenutne likvidnosti	9%	13.4%	51%
---------------------------------	----	-------	-----

Racio trenutne likvidnosti kompanije u periodu od 2011. godine do 2013. godine ima trend pada. Ovaj racio predstavlja najstrožiji test likvidnosti jer se sredstva privrednog društva češće drže u ekvivalentima ili u drugim finansijskim instrumentima koji nose prinos nego u obliku gotovine.

Posebna hipoteza o pozitivnom rezultatu Kompanije potvrđena je poređenjem podataka u bilansu uspeha u posmatranom periodu. U poslednje tri godine kompanija je ostvarila pozitivan rezultat koji pokazuje tendenciju rasta.

	2013	2012	2011
<i>Stopa poslovnog dobitka</i>	22.8%	27.2%	21.3%

Posebna hipoteza o efikasnosti korišćenja poslovne imovine preduzeća dokazana je izračunavanjem prosečnog obrta poslovnih sredstava, koji beleži trend pada u posmatranom periodu i ukazuje na neophodnost poboljšanja efikasnosti upravljanja pojedinim sredstvima, što potvrđuje i kolebanje ROA pokazatelja.

<i>ROA</i>	17.6%	24.6%	20%
-------------------	-------	-------	-----

Hipotezi o primeni pristupa procene dokazane su analizom finansijskih izveštaja i položaja preduzeća na tržištu. Naime, tržišni pristup je najadekvatniji kada su akcije preduzeća predmet trgovine na berzi, kao što je to slučaj sa NIS-om, kao što to preporučuju i Međunarodni standardi i praksa procenjivanja. Međutim, u Srbiji se najčešće primenjuje prinosni pristup procene vrednosti odnosno metoda diskontovanja budućih rezultata kao najadekvatniji ako preduzeće koje je predmet procene nastavlja sa poslovanjem i ima barem polovičan stepen korišćenja kapaciteta. U Republici Srbiji je uobičajeniji prinosni pristup zbog nerazvijenosti finansijskog tržišta. Primenom prinosnog pristupa utvrđena je vrednost kompanije koja može poslužiti potencijalnim investitorima u donošenju odluke o investicijama.

Posebna hipoteza da je preduzeće umereno zaduženo, u stanju je da otplati svoje kratkoročne obaveze i dugoročne obaveze i ima trend smanjenja zaduženosti potvrđena je poređenjem podataka u posmatranom periodu u finansijskim izveštajima i racio analizom. Koeficijent zaduženosti opada u posmatranom periodu.

<i>Debt/equity ratio</i>	210%	179%	165%
---------------------------------	------	------	------

Ovim pokazateljem se mere efekti finansiranja iz pozajmljenih izvora na rentabilnost ili stopu prinosa sopstvenog kapitala i ukazuje na veće učešće pozajmljenih izvora u strukturipasive. Sa druge strane, pokazatelj kamatonosne zaduženosti pokazuje tendenciju smanjenja.

	2013	2012	2011
Pokazatelj kamatonosne zaduženosti	25%	31%	36%

Iz dokazivanja posebnih hipoteza potvrđena je i generalna hipoteza da je finansijski položaj preduzeća NIS a.d. Novi Sad povoljan i da finansijski rezultat poslovanja preduzeće ima rastući trend.

LITERATURA

1. Barjaktarović, L., Jović, Z., Milojević, M. (2013) *Poslovne finansije*, Univerzitet Singidunum, Beograd.
2. Bosiljčić, A., Procena vrednosti M&A transakcija, Institut za pravo i finansije, dostupno na: <http://ipf.rs/procena-vrednosti-ma-transakcije/>, preuzeto dana 1.3.2015.
3. ASA, Business Valuation Standards 1, General Requirements For Developing A Business Valuation, prema: Stanišić, M., Stanojević, Lj. (2008) *Evaluacija i rizik*, Univerzitet Singidunum, Beograd.
4. Đorđević, S. (2012) Značaj i uloga mehanizama korporativnog upravljanja u podizanju nivoa efikasnosti menadžmenta, *Škola biznisa*, Broj 1/2012, str.51-64.
5. Gligorić, Č. (2005) Rizik kapitala kao faktor procene vrednosti preduzeća, *Bankarstvo*, br.11-12, 2005, str. 32-40.
6. Hanić, H. (1997) *Marketing informacioni sistem*, Ekonomski fakultet, Beograd.
7. Ivaniš, M. (2008) *Upravljanje finansijama*, Univerzitet Singidunum, Beograd.
8. Jeremić, Lj., Ivaniš, M. (2009) *Osnovi finansija*, Univerzitet Singidunum, Beograd.
9. Jović, Z. (2008) *Menadžment finansijskih institucija*, Univerzitet Singidunum, Beograd.
10. Knežević, G. (2009) *Analiza finansijskih izveštaja*, Univerzitet Singidunum, Beograd.
11. Knežević, G., Stanišić, N., Mizdraković, V. (2013) *Analiza finansijskih izveštaja*. Univerzitet Singidunum, Beograd.
12. Kotler, F, Keler, K. L. (2006) *Marketing menadžment*, Data status, Beograd.
13. Malinić, D., Milićević, V., Stevanović, N. (2012) *Upravljačko računovodstvo*, Ekonomski fakultet, Beograd.
14. Miljević, I.M. (2007) *Metodologija naučnog rada*, Filozofski fakultet, Sarajevo.
15. NIS, Godišnji izveštaj 2011, dostupno na: <http://ir.nis.rs/sr/izveshtavae/prezentacie/>
16. NIS, Godišnji izveštaj 2012, dostupno na: <http://ir.nis.rs/sr/izveshtavae/prezentacie/>
17. NIS, Godišnji izveštaj 2013, dostupno na: <http://ir.nis.rs/sr/izveshtavae/prezentacie/>
18. NIS, (2015) O nama, dostupno na: <http://www.nis.eu/o-nama/informacije-o-kompaniji>
19. NIS, (2014) *Prezentacija rezultata 2014*
20. Prokopović, B., Prokopović, Ž. (2004) *Finansijsko računovodstvo i bilans*, Proinkom, Beograd.
21. Rodić, J. (1997) *Teorija i analiza bilansa*, Privrednik, Beograd, 1997.
22. Škarić-Jovanović, K. (2005) *Računovodstvo*, Beogradska poslovna škola, Beograd.
23. Stanišić, M. (2006) *Finansijsko računovodstvo*, Univerzitet Singidunum, Beograd.
24. Stanišić, M., Stanojević, Lj. (2008) *Evaluacija i rizik*, Univerzitet Singidunum, Beograd.
25. Uredba o metodologiji za procenu vrednosti kapitala i imovine, Službeni glasnik RS, br. 45/2001, 45/2002
26. Uskoković, M. (2003) *Bilansi i bilansna stanja*, Privredni pregled, Beograd.
27. Vidaković, S. (2007) *Finansijski due diligence privrednih društva*, Fabus, Novi Sad.
28. Vukša, S. (2005) *Finansijsko računovodstvo*, Autorsko izdanje, Novi Sad.
29. Žarkić, N. (2009) *Upravljačko računovodstvo*, FON, Beograd.

Internet izvori

- <http://www.makroekonomija.org/wp-content/uploads/draz-prehr.png>, preuzeto dana 1.3.2015
- <http://www.belex.rs/trgovanje/hartija/dnevni/NIIS>, preuzeto dana 1.3.2015.
- <http://quotes.wsj.com/HR/XZAG/INA-R-A/financials>, preuzeto dana 1.3.2015.
- <http://quotes.wsj.com/HU/MOL>, preuzeto dana 1.3.2015.
- <http://www.stockopedia.com/share-prices/petrol-dd-ljubljana-LJE:PETG/>, preuzeto dana 1.3.2015
- <http://quotes.morningstar.com/stock/MGYOY/s?t=MGYOY>, preuzeto dana 1.3.2015.
- <http://quotes.wsj.com/SI/PETG/financials>, preuzeto dana 1.3.2015.
- <http://ipf.rs/diskontna-stopa/>, preuzeto dana 1.3.2015.
- <http://www.investing.com/equities/nis-ad-ratios>, preuzeto dana 1.3.2015.
- Procena vrednosti M&A transakcija, Institut za pravo i finansije, dostupno na: http://ipf.rs/wp-content/uploads/2014/06/Procena-vrednosti-MA-transakcije-Institut-za-pravo-i-finansije-www.ipf_rs_.pdf, preuzeto dana 1.3.2015.