

**UNIVERZITET SINGIDUNUM
DEPARTMAN ZA POSLEDIPLOMSKE STUDIJE**

MASTER STUDIJE

**STUDIJSKI PROGRAM
POSLOVNA EKONOMIJA**

**FINANSIJSKA ANALIZA U FUNKCIJI INTERNOG
IZVEŠTAVANJA MENADŽMENTA SA POSEBNIM
OSVRTOM NA KOMPANIJU „TELEKOM SRBIJA“**

Mentor:

Prof. dr Goranka Knežević

Student:

**Tamara Vuković,
401382 / 2012**

Beograd, 2014.

SADRŽAJ

UVOD.....	5
1.1. Problem istraživanja	6
1.2. Predmet istraživanja	6
1.3. Značaj i aktuelnost istraživanja	6
1.4. Naučni i društveni cilj	7
1.5. Hipoteze istraživanja	7
TRŽIŠTE TELEKOMUNIKACIJA U REPUBLICI SRBIJI SA POSEBNIM OSVRTOM NA PREDUZEĆE ZA TELEKOMUNIKACIJE TELEKOM SRBIJA A.D	10
2.1. Oblast i tržište telekomunikacija u Republici Srbiji.....	11
2.2. Osnivanje i delatnost Telekom Srbija a.d.....	12
2.3. Korporativno upravljanje i organizacija Društva	13
2.4. Osnovna delatnost preduzeća Telekom Srbija a.d.....	15
2.5. Tržišna pozicija Telekom Srbija a.d.....	16
ULOGA I ZNAČAJ FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA.....	20
3.1. Pojam i značaj finansijskih izveštaja.....	21
3.2. Korisnici informacija iz finansijskih izveštaja	22
3.3. Instrumenti finansijskog izveštavanja	23
3.3.1. Bilans stanja	23
3.3.2. Bilans uspeha.....	26
3.3.3. Izveštaj o novčanim tokovima (<i>Cash Flow</i> Izveštaj)	28
3.3.4. Izveštaj o promenama na kapitalu	29
3.3.5. Napomene uz finansijske izveštaje.....	29
SPECIJALNI BILANSI.....	30
4.1. Pojam i vrste specijalnih bilansa	31
4.1.1. Kvalitativni značaj informacija specijalnih bilansa.....	33
4.1.2. Načela bilansiranja specijalnih bilansa.....	33
4.2. Pojam i karakter bilansa osnivanja	35
4.2.1. Ciljevi i datum sastavljanja bilansa osnivanja.....	35
4.2.2. Pretpostavke izrade bilansa osnivanja	36

4.2.3.	Sadržina bilansa osnivanja	37
4.3.	Pojam, vrste i ciljevi promene pravne forme.....	38
4.3.1.	Pravne osnove promene pravne forme	39
4.3.2.	Računovodstveni tretman promene pravne forme.....	40
ULOGA I ZNAČAJ FINANSIJSKE ANALIZE.....		42
5.1.	Pojam i ciljevi finansijske analize	43
5.2.	Vrste finansijske analize i instrumenti	43
5.2.1.	Opšta analiza finansijskih izveštaja.....	43
5.2.2.	Vertikalna analiza osnovnih finansijskih izveštaja.....	44
5.2.3.	Horizontalna analiza osnovnih finansijskih izveštaja.....	44
5.2.4.	Grafička analiza osnovnih finansijskih izveštaja	44
5.3.	Racio analiza finansijskih izveštaja.....	45
5.3.1.	Racio analiza likvidnosti ili analiza kratkoročnog rizika ulaganja.....	46
5.3.2.	Racio analiza solventnosti ili analiza dugoročne finansijske sigurnosti.....	47
5.3.3.	Racio analiza efikasnosti upravljanja imovinom i izvorima ili analiza obrta.....	50
5.3.4.	Racio analiza profitabilnosti.....	52
5.3.5.	Du Pont analiza profitabilnosti.....	53
5.4.	Analiza neto obrtnog kapitala (neto obrtnog fonda).....	56
ANALIZA FINANSIJSKIH POKAZATELJA KOMPANIJE „TELEKOM SRBIJA“		60
6.1	Bilans stanja Telekom Srbija.....	61
6.2	Bilans uspeha Telekom Srbija.....	62
6.3.	Horizontalna i vertikalna analiza osnovnih finansijskih izveštaja	63
6.4.	Grafička analiza osnovnih finansijskih izveštaja	69
6.5.	Racio analiza finansijskih izveštaja.....	72
6.5.1.	Analiza likvidnosti	72
6.5.2.	Analiza solventnosti	74
6.5.3.	Analiza efikasnosti upravljanja imovinom i analiza obrta	75
6.5.4.	Analiza profitabilnosti i rentabilnosti.....	77
6.5.5.	Du Pont analiza	77
6.6.	BEX model – Business Excellence indeks.....	79
6.7.	Komparativna analiza poslovnih rezultata kompanije Telekom Srbija i telekomunikacionih kompanija na tržištu Republike Srbije	82
ULOGA I ZNAČAJ ANALIZE INVESTICIONIH ULAGANJA.....		85
7.1.	Planiranje efektivnosti kapitalnih ulaganja	86
7.2.	Ekonomski vek trajanja projekta.....	87

7.3. Kriterijumi za ocenu efikasnosti ulaganja	88
7.4. Značaj uvažavanja vremenske vrednosti novca.....	89
ZAKLJUČNA RAZMATRANJA.....	91
LITERATURA	94
Prilog 1: Grafička ilustracija Du Pont modela analize	96
Prilog 2: Finansijske tablice	98

UVOD

Uspešno poslovanje, stvaranje konkurentne prednosti, kao i intenzivne promene u poslovnom okruženju nalažu potrebu za što kvalitetnijom informacionom podrškom. Primena računovodstvenih informacija u upravljačke svrhe je svakako jedan od bitnih činilaca u funkciji unapređenja i ostvarenja, rezultata kompanije. Na svim nivoima upravljačke strukture menadžmenta prepoznata je potreba za kvalitetnim informacijama, primena određenih računovodstvenih instrumenta, tehnika i koncepata u cilju uspešnog rukovođenja i poslovnog odlučivanja. Finansijski izveštaji predstavljaju najsveobuhvatniji javno dostupni izvor poslovnih informacija, sa funkcijom pružanja pomoći menadžerima, akcionarima, kreditorima, zaposlenima, poreskim upravama, regulatornim telima, konkurentskim kompanijama i dr. S obzirom na to da postoji veliki broj korisnika finansijskih izveštaja postoji potreba da se finansijski izveštaji strukturiraju i prilagode potrebama u zavisnosti od toga da li se pripremaju za potrebe eksternih ili internih korisnika.

U našem radu ukazaćemo na značaj i mogućnost primene analize finansijskih izveštaja za potrebe menadžmenta društva, u poslovnim segmentima upravljanja društvom od procesa planiranja i anticipiranja budućih poslovnih događaja do procesa donošenja poslovnih odluka.

Analiza finansijskih izveštaja ima ulogu da obezbedi informacije koje se odnose na stanje finansijske stabilnosti društva, likvidnost i zarađivačku sposobnost društva. Uključuje aspekte istraživanja, kvantifikovanja, bavi se analitičkim prikazom i hronološkom evidencijom poslovnih transakcija iz bilansa stanja, bilansa uspeha i bilansa gotovinskih tokova, sa ciljem donošenja validne ocene finansijske pozicije i rentabiliteta poslovanja društva. Međutim, sagledavanje postojećeg finansijskog stanja društva, kao i donošenje odluka o budućim kretanjima rasta i razvoja društva zahteva detaljnije analize, kvantifikovanje i vrednovanje finansijskog položaja društva uz primenu određenih metoda, postupaka i instrumenata finansijske analize.

1.1. Problem istraživanja

Problem istraživanja jeste analiza finansijskih izveštaja, kao i ostalih izveštaja na osnovu kojih se kvantifikuje finansijski položaj društva, dobijaju informacije o finansijskom položaju i uspehu kompanije i na osnovu kojih se donose poslovne odluke. Problem istraživanja možemo da postavimo definisanjem sledećih pitanja: da li analiza finansijskih izveštaja predstavlja efikasno sredstvo za obezbeđivanje finansijskih informacija neophodnih za uspešno upravljanje kompanijom? Da li finansijska analiza predstavlja najvažniji okvir za donošenje poslovnih odluka? Da li analiza finansijskih izveštaja predstavlja instrument koji pomaže menadžmentu da dobiju odgovor na pitanje da li je kompanija profitabilna i likvidna? Da li finansijska analiza obezbeđuje uvid u trenutno stanje finansijske sigurnosti kompanije, i da li doprinosi donošenju efikasnih poslovnih odluka vezanih za upravljanje imovinom i kapitalom?

1.2. Predmet istraživanja

Predmet istraživanja našeg rada je analiza finansijskih izveštaja kao bitan činilac za interno izveštavanje menadžmenta, sa posebnim aspektom na kompaniju Telekom Srbija. U okviru navedenog istraživanja poseban predmet istraživanja je analiza poslovnih sredstava i izvora finansiranja ovih sredstava, kao i analiza poslovnog rezultata koji se dobija međusobnim poređenjem poslovnih prihoda i poslovnih rashoda u određenom vremenskom roku. Sposobnost menadžmenta se ogleda u spoznaji kompleksnosti svih poslovnih mogućnosti, ali i rizika prilikom donošenja poslovnih odluka, što zahteva da se donošenje poslovnih odluka zasniva na čitanju finansijskih izveštaja. Predmet istraživanja se ne zasniva samo na fundamentalnim finansijskim izveštajima, već za predmet ima i druge izveštaje koji odražavaju finansijski položaj kompanije.

1.3. Značaj i aktuelnost istraživanja

Značaj našeg naučnog istraživanja je svakako bliže razumevanje, kao i primena finansijskih analiza od strane menadžmenta, a u cilju sagledavanja rezultata poslovanja društva, kao i u cilju donošenja racionalnih poslovnih odluka. Postavljena hipoteza na kojoj se zasniva naš rad ukazuje na značaj istraživanja, jer na osnovu finansijskih izveštaja menadžeri mogu ocenjivati, donositi poslovne odluke i pouzdano predviđati buduće trendove. Sa tog stanovišta bliže ćemo sagledati značaj finansijskih pokazatelja, finansijskih izveštaja, kao i ostalih internih izveštaja bitnih za menadžment društva. Na osnovu finansijske analize menadžment kompanije će donositi kvalitetne poslovne odluke, sagledati i oceniti sve relevantne segmente svog poslovanja što doprinosi značaju i aktuelnosti našeg rada.

Takođe, aktuelnost našeg istraživanja se ogleda u tome što je i dalje prisutna svetska ekonomska kriza koja utiče na i opštu, globalnu, tržišnu i finansijsku nesigurnost, što stvara sve veću potrebu za analizom poslovanja društva, sa ciljem donošenja poslovnih odluka koje će dovesti do što veće finansijske sigurnosti društva.

1.4. Naučni i društveni cilj

Naučni cilj našeg rada je naučna deskripcija primene i značaja finansijske analize, kao i drugih izveštaja koji odražavaju finansijski položaj društva, bitnih za proces donošenja poslovnih odluka.

Društveno operativni cilj našeg rada je primena rezultata analize finansijskih izveštaja, kao i drugih relevantnih izveštaja u društvenim okvirima. Donošenje ocene o uspešnosti poslovanja određenog društva ne može se doneti samo na osnovu finansijske analize već i na osnovu uporednih podataka konkurentskih kompanija, kao i njihovim poređenjem u odnosu na granu. Pored navedenog, neophodno je i sagledavanje opštih ekonomskih uslova u kojima kompanija posluje. Uporednom analizom finansijskih rezultata sa granskim prosekom, kao i konkurentskim kompanijama, stičemo sliku o tržišnoj poziciji, o grani, kao i o njihovom međusobnom uticaju.

Osnovni cilj finansijske analize je da obezbedi informacije na osnovu kojih će menadžment društva doneti poslovne odluke. S obzirom na to da se poslovne odluke donose od strane više korisnika finansijskih informacija, na različitim nivoima upravljanja kompanijom, zavisiće i metode, kao i ciljevi finansijskih analiza. U navedenom smislu razlikujemo opšte ciljevi i posebne ciljeve.

Opšti ciljevi finansijske analize obuhvataju analizu rezultata poslovanja društva od aktuelnih i realizovanih do procene budućih ostvarenja. Na osnovu ovako dobijenih rezultata poslovodstvo kompanije dobija osnov za donošenje poslovnih odluka, definisanje politika prodaje, kao i merenja rezultata poslovanja. Na osnovu ovako postavljene finansijske analize, koja predstavlja internu analizu poslovanja, zadovoljavaju se zahtevi internih korisnika finansijske analize, odnosno vlasnika kapitala, menadžmenta, sindikata i ostalih korisnika unutar društva.

Sa druge strane, posebni ciljevi finansijske analize su da se zadovolje zahtevi za informacijama od strane eksternih korisnika, počev od stejkholdera koje najviše interesuje sigurnost kapitala, preko poverioca koji su zainteresovani za solventnost i likvidnost, pa sve do konkurentskih kompanija, državnih institucija i udruženja i sl.

1.5. Hipoteze istraživanja

„Hipoteza je teorija za koju mislimo da bi mogla rešiti neki problem, ali budući da nismo sigurni u to, privremeno je ne tvrdimo nego je podvrgavamo postupku koji treba da pokaže njenu istinitost ili neistinitost“¹.

Generalna hipoteza:

Finansijska analiza omogućava da se podaci iz izveštaja pretvore u korisne informacije na bazi kojih menadžment donosi poslovne odluke.

Hipoteza od koje se polazi u istraživanju temelji se na posebnim hipotezama:

¹ Gajo Petrović, „Logika“, Zavod za udžbenike i nastavna sredstva, Beograd, 2003, str. 188

- Menadžment društva u donošenju poslovnih odluka ne koristi samo skup finansijskih izveštaja već koristi i druge računovodstvene izveštaje iz domena upravljačkog računovodstva.
- Analiza finansijskih izveštaja za interne korisnike je od posebnog značaja jer predstavlja osnov za kontrolu poslovanja, osnov za utvrđivanje efekata prethodnih poslovnih odluka i doprinosi planiranju budućih poslovnih aktivnosti.
- Sveobuhvatno sagledavanje i donošenje ocene o finansijskom stanju i zarađivačkoj sposobnosti društva podrazumeva analizu bilansa stanja, bilansa uspeha i bilansa tokova gotovine.
- Racio analiza predstavlja jedan od najvažnijih instrumenata finansijske analize za sagledavanje finansijskog položaja i uspešnosti poslovanja društva.
- Menadžment kompanije će donositi investicione odluke na osnovu rezultata finansijske analize o isplativosti ulaganja.

Tokom svog poslovanja svaka kompanija je izložena raznim poslovnim rizicima i finansijskim pretnjama što zahteva pronalaženje adekvatnih **metoda** za njihovo identifikovanje, merenje, kao i kvantitativno i kvalitativno predstavljanje. U cilju dobijanja što realnijih podataka i zaključaka istraživaćemo pokazatelje primenom:

1. Osnovne metode (analitičke i sintetičke)
2. Opšte naučne metode (hipotetičko-deduktivne, statističke metode, kao i primenom istorijsko - komparativne metode)
3. Metode i tehnike prikupljanja podataka

Tehnike prikupljanja podatka koje su primenjene u našem radu su analiza sadržaja dokumenata, ocena i analiza podataka, studije slučaja i stručna literatura.

Na osnovu napred definisanog predmeta, problema i navedenih ciljeva istraživanja formirana je sledeća struktura rada:

Nakon uvodnog dela u kojem su navedeni problem, predmet, značaj i aktuelnost istraživanja, ciljevi istraživanja i hipoteze, u drugom delu našeg rada upoznaćemo se sa telekomunikacionim sektorom, tržišnim okruženjem, uticajem makroekonomskog okruženja i ekonomskog ambijenta, u cilju sagledavanja svih relevantnih uslova u kojima posluje kompanija Telekom Srbija.

Treći deo našeg rada obuhvata uvodna razmatranja o ulozi i značaju finansijskih izveštaja kao dela računovodstvenih izveštaja koji pružaju informacije o finansijskoj strukturi društva i likvidnosti društva. U ovom delu našeg rada obuhvaćena je analiza seta finansijskih izveštaja i to bilansa stanja, bilansa uspeha, izveštaja o novčanim tokovima, izveštaja o promenama na kapitalu i napomenama.

U petom delu našeg rada sadržana je analiza finansijskih izveštaja, sa definisanjem osnovnih pojmova, ciljeva i instrumenata finansijske analize. U ovom delu rada spoznaćemo suštinu značaja analize finansijskih izveštaja.

U šestom delu našeg rada bavićemo se analizom finansijskih pokazatelja kompanije Telekom Srbija. Analizom je obuhvaćena vertikalna i horizontalna analiza osnovnih

finansijskih pokazatelja, njihova grafička analiza, racio analiza finansijskih izveštaja, kao i Du Pont analiza i BEX model.

Sedmi deo našeg rada bavi se donošenjem poslovnih odluka menadžmenta na osnovu analize investicionih ulaganja i kriterijuma za ocenu efikasnosti investicionih ulaganja.

U poslednjem delu našeg rada navedena su zaključna razmatranja, kao i popis korišćene literature.

II DEO

**TRŽIŠTE TELEKOMUNIKACIJA U REPUBLICI SRBIJI SA
POSEBNIM OSVRTOM NA PREDUZEĆE ZA TELEKOMUNIKACIJE
TELEKOM SRBIJA A.D**

2.1. Oblast i tržište telekomunikacija u Republici Srbiji

Tržište telekomunikacija u Srbiji predstavlja slobodno i otvoreno tržište na kome posluju domaće i strane kompanije, koje teže stalnom unapređenju ponude i kvaliteta usluga u cilju unapređenja pozicije na tržištu. Tržište telekomunikacija u Srbiji se od 2003. godine bazira na Zakonu o telekomunikacijama, utemeljeno na preporukama Evropske Unije. Formiranjem Republičke agencije za telekomunikacije (s obzirom na to da daje u julu 2010. godine promenila naziv u daljem tekstu Republičke agencije za elektronske komunikacije) u 2005. godini stvorili su se regulatorni i institucionalni uslovi za liberalizaciju telekomunikacionog tržišta, tako da telekomunikaciono tržište spada u uređenija tržišta u Republici Srbiji.

Razvoj telekomunikacionih usluga predstavlja glavni pokretač povećanja BDP-a, povećanja produktivnosti, intenzivnijeg ulaganja u infrastrukturu, uvođenja naprednih inovacija, povećanja prihoda i sl. Uz pomoć naprednih tehnologija telekomunikacionog sektora omogućene su raznovrsne usluge visokog kvaliteta. Omogućen je brz protok velike količine informacija uz usluge prenosa govora, video zapisa i podataka. Inovativni upravljački procesi, primena unapređenih sistema izveštavanja u realnom vremenu doprinelo je u velikoj veri povećanju prihoda, smanjenju troškova i poboljšanju efikasnosti poslovanja.

Osnovne karakteristike tržišta telekomunikacija u Republici Srbiji²

Osnovni podaci	Republika Srbija
Površina	88.361 km ²
Broj stanovnika (bez AP Kosovo i Metohija) u 2012. godini	7.120.666
Bruto društveni proizvod	2.882,64
Prosečna neto zarada u 2011 godini	43.887 dinara (430 €)
Korisnici fiksne telefonije na 100 stanovnika	42,56
Korisnici mobilne telefonije na 100 stanovnika	142,99
Internet operatori	232
Digitalizacija mreže	98,54%

Prema podacima Republičke agencije za elektronske komunikacije za osnovnu korpu elektronskih komunikacija (uključuje fiksni i mobilni telefon, kao i RTV pretplatu) stanovništvo u Republici Srbiji u decembru 2011. godine je izdvojilo 3,96% prosečne neto zarade, a najveći trošak je predstavljao trošak korišćenja fiksnog telefona (2,25%).

Na tržištu telekomunikacija Republike Srbije u 2011. godini, prema podacima Republičke Agencije za telekomunikacije, ostvaren je prihod od 1,6 milijardi evra, od čega najveći deo ostvarenih prihoda čine prihodi od pružanja usluga mobilne telefonije u iznosu od oko 847 miliona evra (53%), zatim slede prihodi od fiksne telefonije (28%), prihodi od interneta (9%) i prihodi od distribucije medijskih sadržaja, radio difuzije, VoIP-a i dr. (10%).

U oblasti mobilne telefonije na tržištu Republike Srbije postoji potpuna liberalizacija od 2006. godine kada su izdate licence za sva tri operatora koja posluju Telekom Srbija (mt:s), Telenor Norveška (Telenor) i VIP Mobile Austrija (VIP). Svi operatori imaju licencu

² Ratel, „Pregled tržišta telekomunikacija u Republici Srbiji u 2011. godini“, Beograd 2012, str. 35

za javnu mobilnu telekomunikacionu mrežu i usluge javne mobilne telefonije i posluju u skladu sa GSM/GSM 1800 i UMTS/IMT – 2000 standardom. Licence su izdate za teritoriju Republike Srbije na period od 10 godina, a nakon isteka tog perioda važnost licenci se produžava za narednih 10 godina, pod uslovom da su svi uslovi iz licence ispunjeni.

Liberalizacija tržišta u oblasti fiksne telefonije izvršena je u 2010. godini donošenjem novog Zakona o elektronskim komunikacijama čime je ukinut državni monopol preduzeća Telekom Srbije. Telekom Srbija je najveći operator na tržištu Republike Srbije koji poseduje licencu za govornu telekomunikacionu mrežu. Pored Telekom Srbije na tržištu fiksne telefonije licenca za javnu fiksnu telekomunikacionu mrežu i usluge izdata je 2009. godine kompaniji Orion Telekom, koja usluga javne fiksne telefonije pruža putem bežične telekomunikacione mreže. Kompanija Orion Telekom je zvanično počela da pruža usluga fiksne telefonije, i internet usluge tokom 2010 godine. U januaru 2011. godini licenca za javnu fiksnu telekomunikacionu mrežu i usluge dodeljena je i kompaniji Telenor. U martu 2012. godine operator SBB je takođe dobio licencu za pružanje usluge javne fiksne telefonije na teritoriji Republike Srbije.

Tržište interneta u Republici Srbiji beleži pozitivan trend rasta. Na ovom tržištu trenutno egzistira preko 230 provajdera. Najveći provajderi pored Telekom Srbija na tržištu internet usluga su Eunet, SezamPro, Beotel i drugi.

Tokom 2011. godine u Republici Srbiji poslovalo je preko 82 operatora za pružanje usluga distribucije radio i TV programa posredstvom KDS mreže, među kojima su najveći SBB, Ikom, Radijus Vektor, Kopernikus, PTT-KDS i drugi.

2.2. Osnivanje i delatnost Telekom Srbija a.d.

Telekom Srbija Grupa obuhvata matično privredno društvo „Telekom Srbija“ i njegova zavisna privredna društva: „Telekom Srpske“, „M:Tel“, „Telus“, „FiberNet“, „TS:NET BV i HD WIN (četiri TV kanala Arena Sport). Učešće Telekom Grupe u kapitalu zavisnih privrednih društava na dan 31. decembra 2012. godine iznosi:

- „Telekom Srpske“ a.d., Banja Luka 65%
- „M:Tel“ d.o.o., Podgorica 51%
- „Telus“ a.d., Beograd 100%
- „FiberNet“ d.o.o., Podgorica 100%
- TS:NET BV, Amsterdam 100%

Preduzeće za telekomunikacije „Telekom Srbija“ a.d. je osnovano u formi jednočlanog akcionarskog društva u maju 1997 godine, tokom procesa restrukturiranja javnog preduzeća PTT saobraćaja „Srbija“. U Službenom listu Telekom Srbija, u Statutu preduzeća navedeno je da je prilikom osnivanja Društva ukupan iznos osnovnog kapitala, odnosno upisanog i uplaćenog kapitala iznosio 10.907.385.234,00 dinara. „Telekom Srbija je izdalo

sertifikat koji predstavlja 1.080.000 u celosti plaćenih registrovanih običnih akcija s pravom glasa, u nominalnoj vrednosti od po 10.000 dinara i Zlatnu akciju Vladi Republike Srbije“.³

U junu 1997. godine, u okviru strukturne i vlasničke transformacije JP PTT saobraćaja „Srbija“, kao i u skladu sa Sporazumom o kupoprodaji akcija između JP PTT saobraćaja „Srbija“ i kompanijama Telecom Italia i O.T.E, prodato je 49% svih izdatih akcija. Kompaniji Telecom Italia prodato je 29% akcija i 20% akcija kompaniji O.T.E Grčka.

Tokom 2003. godine sklopljen je ugovor o prodaji akcija po kojem je Telecom Italia prodala 29% akcija, nakon čega je 80% akcijskog kapital prešlo u vlasništvo JP PTT saobraćaja „Srbija“, a 20% akcijskog kapitala je ostalo u vlasništvu O.T.E.

Između Vlade Republike Srbije i JP PTT saobraćaja „Srbija“ u 2010. godini potpisan je ugovor o prenosu bez naknade akcijskog kapitala Društva, čime je Vladi Republike Srbije preneto 80% vlasništva nad akcijama.

Na osnovu Ugovora o prodaji akcija u vlasništvu kompanije O.T.E, Odlukom Skupštine akcionara Društva, kao i na osnovu Ugovora o sticanju sopstvenih sopstvenih akcija, u januaru 2012. godine Društvo je steklo vlasništvo nad svih 20% akcija koje su bile u vlasništvu kompanije O.T.E.

Tokom 2012. godine, na osnovu Zakona o pravu na besplatne akcije i Odluke Vlade Republike Srbije o prenosu akcija bez naknade građanima, zaposlenima i bivšim zaposlenima Preduzeća za telekomunikacije „Telekom Srbija“, građani Republike Srbije, zaposleni i bivši zaposleni Preduzeća za telekomunikacije „Telekom Srbija“ su postali vlasnici 21,89% akcija izdatih bez nominalne vrednosti. Za potrebe upisa u Centralni registar depa i kliring hartija od vrednosti, a prema navodima u Statutu Društva ukupan iznos osnovnog kapitala Društva godini iznosi 100.000.000.000,00 (slovima: stotomilijardi) dinara. Osnovni kapital podeljen je na 1.000.000.000 (slovima: milijardu) običnih akcija bez nominalne vrednosti⁴.

Od strane Republičke agencije za elektronske komunikacije Telekom Srbija je dobila sledeće licence za obavljanje svoje delatnosti:

- Licencu za javnu mobilnu telekomunikacionu mrežu i usluge mobilne telefonije izdatu u skladu sa GSM i UMTS standardom,
- Licencu za izgradnju, posedovanje i pružanje usluga javne fiksne telefonije,
- Licencu za fiksni bežični pristup za javnu telekomunikacionu mrežu i usluge (CDMA)

2.3. Korporativno upravljanje i organizacija Društva

Telekom Srbija kao akcionarsko društvo predstavlja zajednicu različitih interesnih grupa (stakeholder-a) odnosno akcionara, menadžmenta, zaposlenih, poslovnih partnera i drugih. Korporativno upravljanje društva je organizovano tako da štiti prava akcionara, ali isto tako obavezuje menadžment društva da donosi odluke koje su u najboljem interesu

³ Finansijski izveštaj za 2011. godinu, Preduzeće za telekomunikacije „Telekom Srbija“ a.d., Beograd

⁴ Navedeno u Službenom glasniku Telekom Srbija, a u skladu sa Odlukom Skupštine akcionara broj 117294/6 od 20.04.2012. godine

akcionara, da štite interese ostalih zainteresovanih strana, odnosno zaposlenih, korisnika i društva u celini. U tom smislu menadžment redovno podnosi finansijske izveštaje akcionarima i široj javnosti. Korporativno upravljanje nastoji da poštuje slobodnu konkurenciju na tržištu i osuđuje svaki oblik nelegalnog ponašanja i ne fer tržišne aktivnosti.

Upravljanje društvom od 2012. godine je dvodomno, a organi društva su:

- Skupština koju čine akcionari
- Nadzorni odbor koji ima 7 (sedam) članova
- Izvršni odbor koji ima 7 (sedam) članova i čine ga izvršni direktori

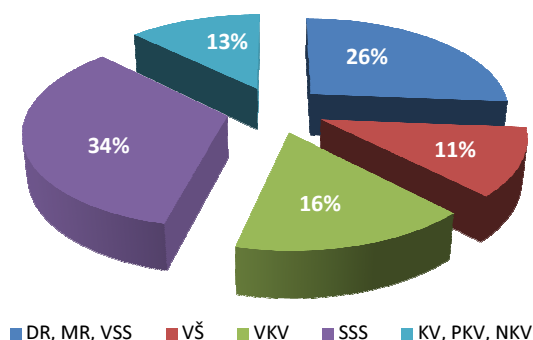
Društvo je struktuirano po funkcionalnom principu, sa sledećim poslovnim organizacionim celinama:

1. Direkcije koje obavljaju osnovnu delatnost Društva na tržištu usluga, organizovane su pod sledećim nazivima:
 - (a) Direkcija za poslovne korisnike
 - (b) Direkcija za privatne korisnike
 - (c) Direkcija za tehniku
 - (d) Direkcija za IT usluge i ICT podršku
2. Direkcija za finansije obezbeđuje izvore finansiranja, upravlja finansijskom strukturom društva, budžetom i kontrolom, kao i računovodstvenim aktivnostima.
3. Direkcija za ljudske reurse i logistička funkcija predstavlja funkciju podrške za interno funkcionisanje društva i obuhvata funkciju ljudskih resursa, logističku i pravnu funkciju.
4. Funkcije podrške doprinose prilagođavanju društva tržišnim izazovima i obuhvataju funkciju strategije, interne revizije i PR.

Briga o zaposlenima, upravljanje i razvoj ljudskih resursa je jedan od najbitnijih kompanijskih ciljeva društva.

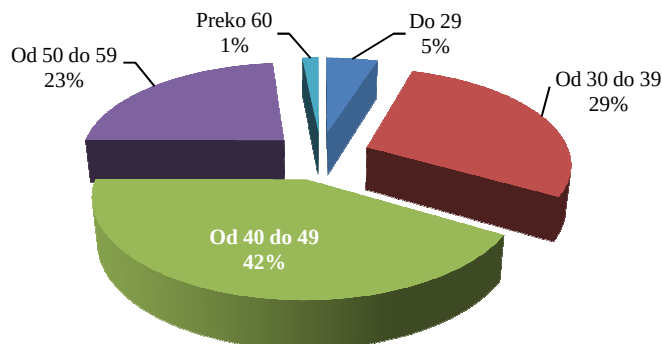
Na dan 31.12.2011 godine u društvu je bilo 9.026 zaposlenih i 954 van radnog odnosa. U kvalifikacionoj strukturi zaposlenih u radnom odnosu najviše je zaposlenih sa srednjom stručnom spremom, odnosno 3.307 zaposlenih što čini 33,65% od ukupnog broja zaposlenih. Učešće zaposlenih sa visokom stručnom spremom iznosi 26,26%, odnosno zaposlenih je 2.370.

Stepen stručne spreme	2011.	
	Ukupno	Učešće
DR, MR, VSS	2.370	26,26%
VŠ	1.038	11,50%
VKV	1.438	15,93%
SSS	3.037	33,65%
KV, PKV, NKV	1.143	12,66%
Ukupno	9.026	100,00%



Zaposleni u starosnoj dobi od 40 do 49 godina života imaju najveće učešće u strukturi zaposlenih (41,66%), zaposleni u starosnoj dobi od 30 do 39 godina života učestvuju sa 28,62%, dok zaposleni preko 50 godina života učestvuju sa 24,97%.

Godine života	2011.	
	Ukupno	Učešće
do 29	430	4,76%
od 30 do 39	2.583	28,62%
od 40 do 49	3.760	41,66%
od 50 do 59	2.118	23,47%
Preko 60	135	1,50%
Ukupno	9.026	100,00%



2.4. Osnovna delatnost preduzeća Telekom Srbija a.d.

Osnovna delatnost preduzeća za telekomunikacije „Telekom Srbija“ je pružanje usluga u oblasti telekomunikacija. Društvo je od samog osnivanja 1997. godine pružalo usluge javne fiksne telefonije i usluge prenosa podatka, privatnim i poslovnim korisnicima.

Sa razvojem Društva spektar usluga se širio i možemo reći da su najznačajnije sledeće usluge:

- Usluge fiksne telefonije (uključujući i CDMA usluge),
- Usluge mobilne telefonije,
- Internet usluge i
- Multimedije usluge

Pored najznačajnijih usluga, poslovanje preduzeća Telekom Srbija obuhvata i održavanje telekomunikacione mreže i opreme, prostorno planiranje, projektovanje izgradnju telekomunikacione infrastrukture, izdaje telefonske imenike („Bele“ i „Žute strane“) i drugo.

Društvo u oblasti pružanja usluga javne fiksne telefonije privatnim i biznis korisnicima pruža širok spektar usluga kao što su:

- o Govorne usluge u domaćem i međunarodnom saobraćaju
- o Telefonski (POTS) priključak
- o ISDN (BRI i PRI)
- o Broadband telefonski priključak
- o Usluge bežične telefonije (WLL i CDMA)
- o Javne govornice,
- o Bele i žute strane
- o IN servise (telefonsko glasanje, telefonska veza sa dodatnom cenom, besplatan poziv
- o Usluge zakupa digitalnih vodova, Frame Relay, L2VPN, L3VPN
- o ICT usluge
- o Cloud computing

- o Video nadzor
- o SLA paketi za usluge prenosa podata
- o Mobilni pristup u L3VPN
- o L2VPN E-vod plus
- o Dodatne usluge VPN i dr.

U skladu sa GSM i UMTS standardom, Društvo u oblasti mobilne telefonije pruža privatnim i biznis korisnicima sledeće usluge:

- o Govorne usluge mobilne telefonije
- o SMS usluge
- o MMS usluge
- o Biznet
- o Roaming
- o Mobilni internet
- o M2m servise
- o Usluge prenosa podataka
- o BlackBerry usluga
- o Kontrola troškova u Surf paketima
- o Nazovi me
- o Čuvar imenika
- o mTicketing
- o mParking
- o Servisi dodate vrednosti i mCommerce servisi
- o Facebook zero
- o Prepaid tarifne opcije
- o M:ts Tracker & Bus Tracker i dr.

U oblasti Internet usluga društvo nudi usluge direktnog pristupa internetu, xDSL, High speed Internet Access, BizLAN, pristup internetu preko različitih tehnologija (FTTB, GPON), antivirusnu zaštitu i druge.

U okviru multimedijalnih servisa društvo nudi IPTV usluge sa dodatnim servisima kao što je video on demand i snimanje sadržaja, Web TV, kao i usluge TelePresence. U toku 2011. godine Telekom Srbija je prvi put na tržištu ponudio konvergentni paket usluga „Box paket“ koji predstavlja kombinaciju usluga fiksne i mobilne telefonije, interneta i IPTV usluga.

2.5. Tržišna pozicija Telekom Srbija a.d.

U oblasti javne fiksne telefonije Telekom Srbija je najveći operator koji poseduje licencu za javnu govornu telekomunikacionu uslugu. U skladu sa tim, Telekom Srbija je proglašen za operatora sa značajnim tržišnim udelom što podrazumeva da se primenjuje poseban tarifni sistem za usluge javne fiksne telefonije, kao i da u formiranju cena telekomunikacionih usluga postoji obaveza primene troškovnog modela.

Prema podatku Ratel-a, prihodi od fiksne telefonije na teritoriji Republike Srbije su u 2011. godini iznosili 35,7 milijardi dinara, od čega se 760 miliona dinara odnosi na prihode od usluga koje se pružaju preko javne fiksne bežične telekomunikacione mreže. Prihod od

međunarodnog saobraćaja u 2011. godini iznosio je 8,1 milijardi dinara, što čini ukupan prihod od oko 43,8 milijardi dinara.

Telekom Srbija usluge javne mobilne telekomunikacione mreže pruža primenom savremenih tehnologija, konstantno pružajući nove usluge uz unapređenje kvaliteta postojećih usluga sa ciljem pokrivanja sve većeg procenta teritorije i stanovništva u Republici Srbiji.

Na tržištu internet usluga se dešavaju najznačajnije promene. Telekom Srbija kao najzastupljeniji način pristupa internetu ostvaruje putem ADSL pristupa. Povezivanje na internet korisnici Telekoma Srbije mogu ostvariti i preko kablovskog modema, bežičnim putem i putem UMTS - 3G mreže.

U nastavku je prikaz broja korisnika Broadband interneta, tržišnog učešća i stepena penetracije u periodu od 2010 - 2013. godine⁵.

	2010	2011	2012 R	2012 P	2013 B
Broadband Internet					
ADSL	542,656	623,947	661,167	656,103	716,609
Kablovski internet	260,474	285,413	306,175	306,175	335,445
Bežični pristup	58,305	53,754	58,000	58,000	60,900
Mobilni internet	131,475	249,542	339,712	335,645	476,957
Ostalo	7,783	5,669	5,000	5,000	5,000
Ukupan broj korisnika na tržištu	1,000,693	1,218,325	1,370,054	1,360,923	1,594,911

	2010	2011	2012 R	2012 P	2013 B
Broadband Internet					
<i>Tržišno učešće</i>	49.6%	49.4%	46.8%	50.2%	46.1%
<i>Penetracija po stanovniku</i>	13.7%	16.7%	18.8%	18.7%	21.9%
<i>Penetracija po domaćinstvu</i>	39.7%	48.6%	54.6%	54.2%	63.6%

Posmatrajući broj korisnika širokopojsnog pristupa internetu putem modema za pristup preko mobilne 3G mreže, ukupan broj se od 2008. godine (kada je ova vrsta pristupa internetu prvi put omogućena za korisnike u Republici Srbiji) uvećao za čak pet puta i u 2011. godini je iznosio oko 249 hiljada, sa udelom od 20.5% u ukupnom broju broadband korisnika.

	2010	2011	2012 R	2012 P	2013 B
Fiksni broadband internet					
ADSL	542,656	623,947	661,167	656,103	716,609
Kablovski internet	260,474	285,413	306,175	306,175	320,445
Bežični pristup	58,305	53,754	58	58	60,9
Ostalo	7,783	5,669	5	5	5
Ukupan broj korisnika na tržištu	869,218	968,783	1,030,342	1,025,278	1,102,954

⁵ Prema finansijskim izveštajima Telekoma Srbija, Telenor-a i VIP-a, dostupnim za prva tri kvartala 2012., tržišno učešće Telekoma Srbija od prvog do trećeg kvartala 2012 palo je za 2.6% (53.2%, 52.4%, 50.6% respektivno), Telenor-a je poraslo za 1.2% (30.4%, 30.9%, 31.6% respektivno), a VIP-a je poraslo za 1.4% (16.4%, 16.7%, 17.7% respektivno).

	2010	2011	2012 R	2012 P	2013 B
Fiksni broadband internet					
<i>Tržišno učešće</i>	47.9%	51.2%	51.5%	51.4%	52.5%
<i>Penetracija po stanovniku</i>	11.9%	13.3%	14.2%	14.1%	15.2%
<i>Penetracija po domaćinstvu</i>	34.5%	38.6%	41.1%	40.9%	44.0%

	2010	2011	2012 R	2012 P	2013 B
Mobilni broadband internet					
Telekom Srbija	79,622	106,417	110,954	106,887	155,937
Drugi operator	51,853	143,125	228,758	228,758	321,02
Ukupan broj korisnika na tržištu	131,475	249,542	339,712	335,645	476,957

	2010	2011	2012 R	2012 P	2013 B
Mobilni broadband internet					
<i>Penetracija po stanovniku</i>	1.8%	3.4%	4.7%	4.6%	6.6%
<i>Penetracija po domaćinstvu</i>	5.2%	9.9%	13.5%	13.4%	19.0%

U našoj zemlji, ponuda usluga u okviru distribucije televizijskih i radijskih programa se ostvaruje preko:

1. Kablovske mreže – KDS
2. Satelita (Direct to home - DTH), preko MMDS (Multichannel Multipoint Distribution System) i LMDS (Local Multipoint Distribution System) platformi,
3. Korišćenjem IP protokola i
4. Radio-difuznim sistemima.

Vodeći operator na ovom tržištu, mereno brojem pretplatnika, je kompanija SBB (Serbian Broadband - Srpske kablovske mreže) koja zauzima oko 50,5% tržišta, prema podacima Ratel-a iz 2011. godine. Telekom Srbija je u oktobru 2008. godine započeo sa pružanjem usluge IPTV.

U nastavku je prikaz broja korisnika, tržišnog učešća Telekom Srbija i stepena penetracije distribucije televizijskog i radijskog programa u periodu od 2010. do 2013. godine.

	2010	2011	2012 R	2012 P	2013 B
KDS i multimedija					
Telekom Srbija	81,502	131,819	203,872	195,302	288,589
<i>od čega IPTV</i>	<i>81,502</i>	<i>118,443</i>	<i>186,819</i>	<i>179,024</i>	<i>251,488</i>
Drugi operatori	1,165,698	1,199,686	1,319,835	1,319,835	1,451,996
<i>od čega SBB</i>	<i>605,515</i>	<i>671,744</i>	<i>655,194</i>	<i>655,194</i>	<i>717,121</i>
Ukupan broj korisnika na tržištu	1,247,200	1,331,505	1,523,707	1,515,137	1,740,585

	2010	2011	2012 R	2012 P	2013 B
KDS i multimedija					
Tržišno učešće Telekom Srbija	6.5%	9.9%	13.4%	12.9%	16.6%
<i>od čega IPTV</i>	6.5%	8.9%	12.3%	11.8%	14.5%
<i>od čega Web TV</i>	-	1.0%	1.1%	1.1%	2.1%
Tržišno učešće SBB	48.6%	50.5%	43.0%	43.2%	41.2%
Tržišno učešće ostali	44.9%	39.7%	43.6%	43.9%	42.2%
Penetracija po domaćinstvu	49.5%	53.1%	60.7%	60.4%	69.4%

U 2011. godini Telekom Srbija a.d. je upotpunio svoju ponudu na tržištu distribucije televizijskih i radijskih programa pružanjem usluge Web TV putem Interneta. Web TV usluga je dostupna korisnicima u Republici Srbiji i korisnicima u dijaspori.

	2010	2011	2012 R	2012 P	2013 B
Web TV					
Telekom Srbija	-	13,381	17,198	16,362	47,365
<i>od čega u Republici Srbiji</i>	-	13,376	17,053	16,278	37,101
<i>od čega u dijaspori</i>	-	5	145	84	10,264
Penetracija po stanovniku	-	0.2%	0.2%	0.2%	0.5%
Penetracija po domaćinstvu	-	0.5%	0.7%	0.6%	1.5%

U skladu sa svojim zakonskim obavezama Telekom Srbija transparentno i redovno objavljuje svoje finansijske rezultate u okviru godišnjih finansijskih izveštaja, koji su verifikovani od strane eksternog revizora. Telekom Srbija objavljuje i periodične izveštaje sa informacijom o broju korisnika i uslugama, kao i druge izveštaje, a po zahtevu različitih državnih institucija, kao što su resorno ministarstvo, Vlada Republike Srbije i Ratel.

Zaposleni se informišu o principima poslovanja, poslovnim procesima i odlukama, kao i etičkim normama i standardima koji se primenjuju u okviru kompanije, putem korporativnog sajta. Na korporativnom sajtu kompanije dostupni su finansijski izveštaji, kao i drugi relevantni strateški dokumenti.

Telekom Srbija je u 2011. godini ostvario pozitivne finansijske rezultate i našao se na listi 500 najuspešnijih kompanija u Centralnoj i Istočnoj Evropi prema proceni revizorsko-konsultantske kuće Dilojt (Deloitte)⁶.

⁶ http://www.deloitte.com/view/sr_RS/rs/prescentar/f2713b9e19199310VgnVCM3000001c56f00aRCRD.htm

III DEO

ULOGA I ZNAČAJ FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA

3.1. Pojam i značaj finansijskih izveštaja

Finansijski izveštaji predstavljaju najrasprostranjeniji izvor poslovnih informacija koji prikazuju rezultate koje je kompanija ostvarila u određenom vremenskom periodu. Odslikavaju finansijski položaj, likvidnost, uspešnost poslovanja, kao i promene na kapitalu i novčanim tokovima u određenom vremenskom periodu. „*Finansijski izveštaji predstavljaju neposredan proizvod sistema računovodstvenog izveštavanja koji po svojoj suštini i nameni odslikavaju performanse (ostvarenja) preduzeća za određeni vremenski period, njegovu finansijsko-strukturnu poziciju, kao i položaj likvidnosti na izabrani dan bilansiranja*“.⁷

Osnovna svrha sastavljanja finansijskih izveštaja se nalaze u činjenici da oni obezbeđuju artikulisanje i zadovoljenje potrebe eksternih i internih korisnika za finansijskim informacijama, na osnovu kojih se donose važne poslovne odluke. Prema međunarodnom računovodstvenom standardu 1 (MRS1) cilj finansijskih izveštaja jeste da obezbede informacije o finansijskoj poziciji, finansijskom uspehu i tokovima gotovine entiteta, koje su korisne za donošenje ekonomskih odluka širokog kruga korisnika.⁸

Finansijski izveštaji su deo računovodstvenog sistema, sastavljaju se na regulatornoj osnovi i prezentuju se obavezno na kraju poslovne godine, ali se mogu sastavljati i periodično, odnosno na kvartalnom ili polugodišnjem nivou. Imaju javni karakter i dostupni su širokom krugu korisnika. Korisnici informacija iz finansijskih izveštaja ocenjuju ostvarene poslovne rezultate kompanije u prošlom periodu i na osnovu tih rezultata procenjuju perspektivu i verovatne buduće performanse kompanije. Sve poslovne transakcije i aktivnosti jedne kompanije tokom određenog perioda se beleže u računovodstvenom sistemu i na kraju izveštajnog perioda se sažimaju u finansijske izveštaje. Finansijski izveštaji na početku obračunskog perioda prikazuju raspoloživu imovinu kompanije, obaveze i kapital, dok na kraju obračunskog perioda odslikavaju uspešnost poslovanja, novo stanje imovine, preuzete obaveze i kapital, kao i novčane tokove evidentirane u određenom periodu. Za donošenje poslovnih odluka pored finansijskih izveštaja investitori, kao i ostali korisnici finansijskih informacija, moraju da se oslanjaju i na informacije o makroekonomskom okruženju, informacijama o grani u kojoj kompanija posluje, konkurenciji, stanju na tržištu i dr.

Sa sve većom globalizacijom svetskog tržišta, sa razvojem tržišta kapitala, sa potrebom razdvajanja vlasničke i upravljačke funkcije u kompanijama rastao je i značaj finansijskih izveštaja. Javila se potreba za nepristrasnim i pouzdanim informacijama koje bi bile osnova za procenu sposobnosti kompanije da kreira pozitivne novčane tokove neophodne za servisiranje obaveza prema poveriocima, zaposlenima, državi, dobavljačima, kao i za generisanje, odnosno raspodelu dobitka u vidu dividendi. Međutim, za procenu sposobnosti kompanije da generiše pozitivne novčane tokove neophodno je da se sagleda profitabilnost kompanije, finansijska pozicija kompanije, da se izvrši povezivanje informacija o prinosnoj moći kompanije, da se sagleda efikasnost upravljanja imovinom i izvorima finansiranja, kao i da se sagledaju finansijski rizici kojima je kompanija izložena. Istina je da finansijski izveštaji primarno daju istorijske informacije sa jedne strane, ali isto tako predstavljaju i polazište za ocenu budućih performansi kompanije.

⁷ Dejan Malinić, Vlade Milićević i Nikola Stevanović, „Upravljačko računovodstvo“, Beograd 2013, str. 43

⁸ MRS 1, Definicije, Međunarodni standardi izveštavanja

3.2. Korisnici informacija iz finansijskih izveštaja

Finansijski izveštaji predstavljaju neophodan informatički izvor finansijskih informacija koje su neophodne eksternim korisnicima, kao i menadžmentu kompanije. Za eksterne korisnike finansijski izveštaji predstavljaju primarne izveštaje dok menadžment kompanije pored finansijskih izveštaja raspolaže i drugim internim informacijama i izveštajima koji su relevantni za donošenje poslovnih odluka, ali i polaganje računa stejkholderima.

Najvažniji eksterni korisni informacija su akcionari, kreditori, poslovni partneri (kupci, dobavljači, konkurencija), državni organi i sl.

Akcionari su davaoci akcijskog kapitala jednog društva i predstavljaju najkvalitetniji izvor finansiranja. Kao ulog u akcionarsko društvo mogu uneti novac, stvari ili prava i razmenjuju ih za akcije, hartije od vrednosti koje donose pravo na buduće prinose odnosno, dividende i kapitalne dobitke. Akcionari sav rizik poslovanja snose do visine njihovih uloga što znači da ne odgovaraju za obaveze društva ličnom imovinom. Akcionarima pripada disponibilni dobitak (neto dobitak nakon oporezivanja i izdvajanja za rezerve), ali i eventualni gubitak poslovanja. Akcionari su zainteresovani za finansijske izveštaje kako bi procenili rizik i doneli kvalitetne odluke vezane za portfolio sopstvenih hartija od vrednosti, ali i sagledali:

- *perspektivne zarađivačke sposobnosti preduzeća,*
- *kratkoročne i dugoročne finansijske sigurnosti preduzeća,*
- *sposobnosti menadžmenta da kreira vrednost za vlasnike i*
- *sposobnosti i spremnosti preduzeća da plaća dividende*⁹

Kreditori su važna interesna grupa koja, putem odobravanja dugoročnih ili kratkoročnih kredita ili kupovinom obveznica, obezbeđuje kapital društvu. Njihov osnovni motiv je da obezbede fiksni prinos u vidu kamate na pozajmljeni kapital. Kao korisnici finansijskih izveštaja najviše su zainteresovani za sposobnost društva da plaća kamate i vrati glavicu u rokovima dospeća. Dugoročne kreditore interesuje dugoročna zarađivačka sposobnost društva i solventnost, dok kratkoročne kreditore najviše interesuje likvidnost društva, kao i kretanje novčanih tokova s obzirom na to da očekuju brzi povratak od investicionih ulaganja.

Dobavljači kao korisnici finansijskih izveštaja su zainteresovani za profitabilnost, procenu rizika, kao i sposobnosti društva da servisira svoje obaveze. Kupci su najviše zainteresovani za informacije na osnovu kojih će sagledati sposobnost društva da odgovori njihovoj tražnji.

Vlada i njene agencije kao korisnici finansijskih izveštaja najviše su zainteresovani za globalne informacije o kompaniji, kao i o proceni prihoda od poreza, mogućnosti naplate poreza i kreiranju poreske politike.

Najvažniji interni korisnici informacija su menadžment kompanije i zaposleni. Prema navodima Peter Drucker (Piter Drakera) menadžeri su osobe koje odgovaraju za primenu i

⁹ Dejan Malinić, Vlade Milićević i Nikola Stevanović, „Upravljačko računovodstvo“, Beograd 2013, str.65

praktičnu izvođačku stranu znanja. „Danas je opšte prihvaćeno da menadžment predstavlja kontinuiran proces obavljanja poslovnih aktivnosti koji se odvija putem sledećih menadžerskih funkcija: planiranja, organizovanja, vođenja i kontrolisanja¹⁰“. Menadžment je znanje koje menadžeri poseduju i primenjuju u cilju da bi se postigli najbolji poslovni rezultati i ostvarili organizacioni ciljevi preduzeća. Menadžeri svoje poslovne odluke sprovode i donose posredstvom drugih ljudi. Kao korisnik informacija menadžment kompanije se nalazi u dvostrukoj ulozi, jer je isto tako i odgovoran za istinitost i fer sačinjavanje finansijskih izveštaja. Primarno su zainteresovani za strukturu kapitala, stepen zaduženosti, visinu obrtnog kapitala, novčane tokove, stopu ukamaćenja sopstvenog i ukupnog kapitala, efikasnost upravljanja, visinu zarade po akciji i sl., u cilju sagledavanja profitabilnosti, solventnosti i likvidnosti kompanije. Menadžeri se nalaze u povoljnijem položaju u odnosu na ostale korisnike finansijskih izveštaja zbog dostupnosti i drugim izveštajima i informacijama internog karaktera (interni bilans uspeha, operativne analize, izveštaji o ostvarenim rezultatima po segmentima i sl.). Sa druge strane menadžment kompanije može da se nađe i ulozi eksternog korisnika finansijskih izveštaja drugih kompanija, najčešće konkurencije.

U daljem izlaganju u okviru ovog rada bavićemo se opštom analizom finansijskih izveštaja, racio analizom performansi kompanija, kao i analizom neto obrtnog kapitala.

3.3. Instrumenti finansijskog izveštavanja

Finansijski izveštaji moraju imati kvalitetna obeležja, moraju biti uporedivi, pouzdani i blagovremeni, zasnovani na određenim standardima i ujednačenim pravilima. Sve kompanije su dužne da primenjuju jedinstvene međunarodne računovodstvene standarde (MRS/MSFI) u svom finansijskom izveštavanju. Primena Međunarodnih računovodstvenih standarda i međunarodnih standarda finansijskog izveštavanja (MRS, MSFI) imaju za cilj da se obezbede informacije koje su razumljive, važne, pouzdane i uporedive.

S obzirom na to da su finansijski izveštaji prihvaćeni kao izvor informacija o performansama kompanije neophodnih za donošenje poslovnih odluka širokog broja korisnika, možemo reći da finansijski izveštaji u skladu sa računovodstvenom regulativom, obuhvataju sledeći set finansijskih izveštaja (godišnji zaključak):

- Bilans stanja na određeni dan,
- Bilans uspeha za određeni period,
- Izveštaj o tokovima gotovine za određeni period,
- Izveštaj o promenama na kapitalu tokom izveštajnog perioda i
- Napomene uz finansijske izveštaje.

3.3.1. Bilans stanja

Bilans stanja je finansijski izveštaj u kojem se prikazuju sa jedne strane bilansna imovina odnosno aktiva, a sa druge strane izvori finansiranja imovine odnosno pasiva. Bilans

¹⁰ Ranko Lončarević, Branislav Mašić, Jelena Đorđević-Boljanović, „Menadžment, principi, koncepti i procesi“, Univerzitet Singidunum, Beograd 2007, str.18

stanja prikazuje finansijsku situaciju entiteta, prikazujući njegova sredstva, obaveze i kapital, gde je kapital jednak razlici između ukupne imovine i ukupnih obaveza, kao što je prikazano na Slici br. 1.

Ukupna sredstva	Ukupne obaveze
	Kapital

Slika 1:
Glavne komponente bilansa stanja

Između aktive i pasive bilansa stanja mora uvek da postoji računska jednakost. U okviru bilansa stanja računovodstvena jednačina se izražava tako što je imovina preduzeća jednaka zbiru sopstvenog kapitala i obaveza. Bilans stanja kao finansijski izveštaj se sastavlja na određeni dan iz razloga što se finansijski položaj kompanije neprestano menja kako kompanija obavlja poslovne aktivnosti i transakcije.

Forma, sadržina i struktura bilansa stanja nije striktno definisana međunarodnim računovodstvenim standardima već je samo propisan minimum neophodnih informacija. U cilju fer prezentacije imovinskog stanja jedne kompanije, uz minimalno definisane informacije, u bilansu stanja se prikazuju i ostale bilansne pozicije koje su finansijski značajne ili to zahteva njihova priroda ili funkcija.

Osnovna svrha bilansa stanja kao finansijskog izveštaja jeste da pruži informacije koje su neophodne za ocenu finansijske strukture i raspoloživih ekonomskih resursa kompanije, za ocenu likvidnosti, solventnosti, kao i ocenu sposobnosti preduzeća da se prilagodi tržišnim uslovima u kojima posluje.

Aktivu preduzeća čine sredstva, raspoloživi potencijal preduzeća od kojih se očekuju koristi u budućem periodu i ukazuju na investicionu aktivnost kompanije, odnosno način na koja su sredstva uložena (poslovne zgrade, hale, oprema, transportna sredstva, zalihe, potraživanja, nematerijalna ulaganja, gotovina i dr.). Pasivu čine izvori finansiranja koji ukazuju na efekte finansijske aktivnosti i mogu biti u okviru sopstvenog kapitala (akcijski kapital, zadržana dobit, rezerve) ili u okviru pozajmljenih sredstava kao što su kratkoročni i dugoročni krediti, obveznice i dr.). Aktiva preduzeća se kroz bilans stanja diferencira na:

- Stalnu imovinu i
- Obrtnu (tekuću) imovinu

Stalna imovina predstavlja imovinu koja obuhvata nematerijalna ulaganja (osnivačka ulaganja, ulaganja u istraživanje i razvoj, patente i licence, prava na emitovanje muzičkih, scenskih i filmskih dela) ulaganja u materijalnu imovinu: nekretnine, postrojenja i opremu, kao i ulaganja u dugoročne finansijske plasmane (zajmovi dati drugim preduzećima sa rokom dospeća preko godinu dana, obveznice i učešće u kapitalu povezanih i drugih pravnih lica).

Obrtna ili tekuća imovina obuhvata imovinske delove koji se obrnu, odnosno transformišu u gotovinu. Obrtna imovina uključuje zalihe materijala, gotovih proizvoda, robe, i dr. zatim kupce i druga potraživanja, date avanse, kratkoročne finansijske plasmane i gotovinske ekvivalente. Imovina je bitan činilac finansijske sigurnosti preduzeća jer je ona generator budućih koristi i novčanih tokova.

U bilansu stanja nasuprot imovine prikazuju se izvori finansiranja imovine koji mogu biti sopstveni ili pozajmljeni.

Sopstveni kapital možemo izraziti kao računsku vrednost koja se dobija kao razlika aktive i ukupnih obaveza preduzeća. Kao odbitna stavka u okviru kapitala prikazuju se

otkupljene sopstvene akcije (predstavljaju smanjenje korišćenog kapitala) i gubitak (najviše do visine kapitala).

Kapital akcionarskog društva se sastoji od:

- akcijskog kapitala,
- emisione premije (kapitalne rezerve),
- rezervi (revalorizacionih i iz dobitka) i
- neraspoređene dobiti.

Akcijski kapital je najkvalitetniji izvor finansiranja i predstavlja iznos uloženog kapitala od strane pravnih i fizičkih lica. Njihovo vlasništvo u preduzeću je definisano visinom učešća u akcijskom kapitalu društva. Vrednuje se i upisuje se u registar privrednih subjekata po nominalnoj vrednosti, a može se promeniti samo na osnovu odluke skupštine akcionara i to samo ako su promene nastale usled nove emisije akcija ili pripisivanja neraspoređene dobiti i rezervi društva, kapitalu. Akcijski kapital čine obične ili preferencijalne akcije. Međutim, bitno je istaći da procena performansi preduzeća se ne zasniva na visini akcijskog kapitala već na neto vrednosti kapitala (akcijski kapital uvećan za emisiju premiju, neraspoređenu dobit i rezerve i umanjenje akcijskog kapitala za neuplaćene upisane akcije, gubitak i otkupljene sopstvene akcije).

Emisiona premija ili kapitalne rezerve nastaju u trenutku kada se prilikom prodaje emitovanih akcija ostvari njihova vrednost iznad nominalne.

Rezerve su u funkciji zaštite osnovnog kapitala i predstavljaju zakonska i statutarna izdvajanja iz dobiti.

Neraspoređena dobit ili zadržana zarada predstavlja deo raspoložive dobiti koji ostaje zadržan u preduzeću što omogućava kompaniji da vodi politiku stabilnih dividendi.

Kapital treba da ima pozitivnu vrednost. „*Negativan kapital nije održiv na duži rok, a u takvom slučaju menadžment privrednog subjekta mora ili da poveća kapital izdavanjem novih akcija ili da završi sa privrednim subjektom*“¹¹. Pozajmljeni kapital društva predstavlja obaveze društva koje su posledica prošlih poslovnih aktivnosti i odluka društva, a čije izmirenje će imati za posledicu odliv ekonomskih resursa iz preduzeća. U bilansu stanja obaveze se klasifikuju kao dugoročne i kratkoročne obaveze. Dugoročne obaveze se odnose na obaveze za koje se očekuje da će biti izmirene u vremenskom periodu dužem od godinu dana računajući od vremena nastanka obaveze (dugoročni krediti i obveznice). Kratkoročne ili tekuće obaveze podrazumevaju obaveze za koje se očekuje da će biti izmirne u toku poslovnog ciklusa, u roku do godinu dana od dana nastanka obaveze odnosno bilansiranja (kreditni prema dobavljačima, obaveze za dividende, obaveze za poreze, po osnovu kamata i dr.). Pored kratkoročnih i dugoročnih obaveza u pasivi bilansiraju se i dugoročna rezervisanja. Dugoročna rezervisanja predstavljaju obaveze preduzeća čiji je iznos i rok dospeća neizvestan na dan bilansiranja, a njihovo izmirenje će usloviti odliv resursa. Obično se procenjuju na period od 3 do 5 godina, a tipičan primer su sudski sporovi, troškovi restrukturiranja, obnavljanja bogatstva i sl. Obaveze se u bilansiraju u nominalnoj vrednosti, a nominalnu vrednost treba uvećati za neplaćene kamate, zatezne kamate i sl. kako bi se obezbedilo oprezno odmeravanje rezultata.

¹¹ Marco Mongiello, „International Financial Reporting“, str. 20

<http://www.zums.ac.ir/files/research/site/ebooks/finance/basics-of-international-financial-reporting.pdf>

3.3.2. Bilans uspeha

Bilans uspeha predstavlja finansijski izveštaj u kojem se sučeljavaju prihodi i rashodi u cilju utvrđivanja dobitka ili gubitka preduzeća, odnosno utvrđivanja uspeha. Bilans uspeha se obično sastavlja za određeni obračunski period, obično se vezuje za poslovnu godinu mada se bilans uspeha može sastavljati i za kraće vremenske intervale u skladu sa potrebama menadžmenta, kao i u zavisnosti od specifičnosti konkretnog preduzeća.

Bilans uspeha prezentuje veoma važne informacija o poslovanju određene kompanije zbog čega je veoma važna njegova sadržina koju čine prihodi, rashodi i dobitak ili gubitak. Sadržina bilansa uspeha mora biti sistematizovana tako da prihodi, rashodi i rezultati koji proističu iz njihovog sučeljavanja moraju biti najmanje raščlanjeni na poslovne i finansijske. Prihodi predstavljaju ostvareni priliv vrednosti iz finansijskih aktivnosti preduzeća, dok rashodi sa druge strane odražavaju odliv vrednosti iz preduzeća. Prihodi koji nastaju po osnovu prodaje proizvoda i usluga (učinaka) i/ili robe predstavljaju poslovne prihode. Rashodi nastaju po osnovu nabavke, proizvodnje i prodaje proizvoda i usluga (učinaka) i/ili robe. Prihodi/rashodi koji nastaju iz finansijskih aktivnosti preduzeća predstavljaju finansijske prihode/rashode preduzeća. Rezultat perioda za koji se sastavlja bilans uspeha se dobija kao razlika sučeljavanja prihoda i rashoda. Rezultat se iskazuje u vidu dobitka kada preduzeće ostvaruje neto priliv vrednosti koji dovodi do prirasta vlasničkog kapitala ili kao gubitak kada preduzeće ostvari odliv vrednosti što dovodi do smanjenja vlasničkog kapitala.

Pored sadržine bilansa uspeha bitna je i forma. Forma bilansa uspeha može biti dvojaka:

- Forma konta ili dvostranog prikazivanja
- Forma liste ili štafelna forma

Bilans uspeha u formi konta daje pregledniji i jasniji prikaz njegovih komponenti tako što se na levoj strani obuhvaćeni rashodi po vrsti, jedni iza drugih, sa istom logikom i na desnoj prihodnoj strani. Obračunska razlika prihoda i rashoda odnosno dobitak i gubitak se unosi na manju stranu bilansa uspeha. Kod ove forme „bilansa uspeha potrebno je da bilans uspeha „isporuči“ rezultat u bilans stanja i time omogući izravnavanje strana aktive i pasive“.¹² Osnovni nedostatak ove forme bilansa uspeha leži u činjenici što ne obezbeđuje dublje raščlanjivanje rezultata (segmentaciju).

Forma liste za prikazivanje bilansa uspeha omogućava horizontalnu i vertikalnu segmentaciju periodičnog rezultata. Vertikalna segmentacija podrazumeva raščlanjivanje rezultata po vrstama: bruto rezultat, poslovni rezultat, redovni rezultat i neto rezultat pre i posle poreza. Horizontalna segmentacija podrazumeva raščlanjivanje rezultata po poslovnim segmentima kao što su proizvodi, grupe proizvoda, proizvodni programi, tržišta, kanali prodaje i dr. Osnovni nedostatak bilansa uspeha u formi liste je što nije jasan. Prema knjizi Finansijska tržišta, grupe autora, Beograd iz 2008. navedeno je pet bitnih zaključaka u vezi bilansa uspeha:

1. Bilans uspeha je prikaz vrednosnih tokova aktivnosti preduzeća,

¹² Dejan Malinić, Vlade Milićević i Nikola Stevanović, „Upravljačko računovodstvo“, Beograd 2013, str.55

2. Ukazuje na sposobnost stvaranja dobitaka,
3. Predstavlja kontrolni instrument koji odgovara na pitanje da li je kapital očuvan,
4. Pokazuje mogućnost preduzeća da zadovolji očekivanja vlasnika i
5. Predstavlja osnovu za procenu rizika.

Kompanijama potpuno slobodno stoje na raspolaganju dve glavne metode za obračun rezultata i to:

1. Metode ukupnih troškova koja podrazumeva da računovodstvo mora biti organizovano prema principima jednog kruga računa u okviru jedinstvene računске celine, tj. kontnog okvira;
2. Metode troškova prodatih učinaka koja podrazumeva organizovano računovodstvo u dvokružnom računskom sistemu uz prepoznavanje obračuna troškova i učinaka.

Metod ukupnih troškova je poznat i kao račun proizvodnje ili račun proizvedenih učinaka. Suština ovog metoda se ogleda u suprotstavljanju ukupnih ulaganja u određenom vremenskom periodu i ukupnih proizvoda i usluga (učinaka), kao rezultat tih ulaganja bez obzira da li su svi proizvodi i usluge (učinci) prodati na tržištu. Ukupna ulaganja su obuhvaćena ovom metodom na računima poslovnih rashoda, raščlanjenim po vrstama: nabavna vrednost prodate robe, troškovi materijala, troškovi amortizacije, troškovi zarada, troškovi goriva i energije, troškovi neproizvodnih usluga i sl. Ovu metodu je najlakše primeniti u slučaju kada su proizvedeni učinci prodati u istom obračunskom periodu. Međutim, u praksi se obično ne podudaraju količine proizvedenih i prodatih učinaka u obračunskom periodu u kojem se poslovni rezultat izračunava. U slučaju kada je obim proizvodnje veći od obima prodaje tada je potrebno u obračun poslovnog rezultata uključiti višak proizvedenih učinaka iako on nije prodat na tržištu. Ukoliko je obim prodaje veći od obima proizvodnje višak prodatih učinaka treba isključiti iz obračuna. Prema ovoj metodi razlika između obima proizvedenih i prodatih učinaka se utvrđuje vrednosno, poređenjem vrednosti zaliha učinaka, gotovih proizvoda i nedovršene proizvodnje na početku i na kraju obračunskog perioda.

Na kraju obračunskog perioda nerealizovane zalihe učinaka će biti iskazane u aktivni bilansa stanja i to po ceni koja je niža: ili po proizvodnoj ili prodajnoj ceni. Ukoliko je na kraju obračunskog perioda vrednost zaliha nedovršene proizvodnje i gotovih proizvoda veća od njihove početne vrednosti i ukoliko je obim proizvodnje veći od obima prodaje, tada imamo povećanje vrednosti zaliha učinaka. Ili ukoliko je vrednost zaliha učinaka na kraju perioda manja od njihove početne vrednosti tada imamo smanjenje vrednosti zaliha učinaka.

U slučaju povećanja vrednosti zaliha učinaka u bilansu uspeha se koriguje prihodna strana bilansa uspeha naviše, u suprotnom koriguje se naniže u slučaju smanjenja zaliha učinaka. Ovakvim načinom evidentiranja i prikazivanja bilansa uspeha ispunjen je osnovni zahtev ove metoda da se ukupni poslovni prihodi koriguju za promenu vrednosti zaliha učinaka.

Metod troškova prodatih učinaka do poslovnog rezultata dolazi direktnim sučeljavanjem prihoda od prodatih učinaka i troškova koji su sadržani u tim prodatim učincima. Primena ove metode nema za posledicu korigovanje prihoda za razliku između obima proizvodnje i obima prodaje. Kompleksnost ove metode se ogleda u utvrđivanju

troškova koji su sadržini u prodatim učincima. Ova metoda deli troškove na troškove proizvodnje, koji nastaju u fazi proizvodnje i troškove perioda. U bilansu uspeha se prikazuju proizvodni troškovi koji su vezani za proizvodne učinke (proizvodna cena koštanja), dok se preostali deo troškova prikazuje u bilansu stanja na poziciji nerealizovanih zaliha. Pored proizvodnih troškova u bilansu uspeha moraju se uključiti i neproizvodni troškovi koje nazivamo troškovi perioda. Neproizvodni troškovi podrazumevaju troškove marketinga, troškove opšteg upravljanja i administracije, troškove istraživanja i razvoja i sl. Za metodu troškova prodatih učinaka bitno je da se poslovni prihodi i rashodi dalje raščlane po poslovnim funkcijama koji uključuju nabavku, proizvodnju, prodaju, istraživanje i razvoj, finansije i računovodstvo i dr, a u cilju što tačnijeg obračuna proizvodne cene koštanja. Na proizvodnu cenu koštanja dodaju se neproizvodni troškovi i obračuna se puna ili komercijalna cena koštanja koji se može pripisati prodatim učincima. Osnovna prednost ove metode je što obezbeđuje horizontalnu i vertikalnu segmentaciju rezultata i uglavnom u praksi se koristi za potrebe internog izveštavanja.

3.3.3. Izveštaj o novčanim tokovima (Cash Flow Izveštaj)

Izveštaj o novčanim tokovima predstavlja finansijski izveštaj koji je veoma bitan sa aspekta procene sposobnosti preduzeća da servisira svoje obaveze, kao i sa aspekta procene prinosne snage preduzeća. Priprema se sa ciljem da prikaže sve prilive i odlive novca u toku izveštajnog perioda. „*Novčani tokovi se smatraju krvotokom jednog preduzeća*“¹³. Ovaj izveštaj predstavlja periodični izveštaj u kojem su klasifikovani svi prilivi i odlivi po poslovnim, investicionim i finansijskim aktivnostima kompanije.

Sposobnost kompanije da ostvari pozitivan novčani tok iz svojih poslovnih aktivnosti se odslikava kroz novčani tok iz poslovnih aktivnosti. Ukazuju na sposobnost kompanije da izmiri dospele poslovne obaveze, plaća dividende, finansira nove investicije i vraća dugove. Obuhvata sve poslovne aktivnosti koje su povezane sa proizvodnjom i prodajom proizvoda i usluga.

Sva ulaganja u stalnu imovinu, odnosno proširenje i održavanje postojećih kapaciteta se prikazuju u novčanom toku iz investicionih aktivnosti. Novčani tok iz investicionih ulaganja ukazuje na sposobnost preduzeća da stvara buduće dobitke i buduće novčane tokove. Ukoliko su odlivi veći od priliva to pokazuje da raste investiciona aktivnost, da kompanija raste. Ukoliko su prilivi veći od odliva to ukazuje da je kompanija prodala dugoročnu imovinu.

Novčani tok iz finansijske aktivnosti preduzeća prikazuje prilive gotovine od emisije akcija i uzimanja kredita, i prikazuje odlive nastale usled plaćanja glavnice kredita i isplate dividendi akcionarima. Ukoliko preduzeće uzima dodatne kredite ili emisijom akcija finansira investicionu aktivnost, tada preduzeće ostvaruje veće prilive iz finansijskih aktivnosti.

Svrha sastavljanja izveštaja o tokovima gotovine je da prikaže sve prilive i odlive koji objašnjavaju zašto je došlo do promene u gotovini i gotovinskim elementima sa ciljem da obezbede informacije korisnicima radi procene:

- Sposobnosti preduzeća da finansira svakodnevne poslovne aktivnosti,

¹³ Goranka Knežević, „Analiza finansijskih izveštaja“, Univerzitet Singidunum, Beograd 2008, str. 22

- Sposobnost preduzeća da izmiruje svoje obaveze po uzetim kreditima i dividende akcionarima
- Sposobnost preduzeća da se razvija i stvara buduće dobitke.

Međunarodni računovodstveni standardi definisali su dve metode za pripremanje izveštaja o novčanim tokovima:

1. Direktna metoda
2. Indirektna metoda

Glavna razlika u primeni ove dve metode je u načinu obuhvatanja novčanih priliva i odliva poslovnih aktivnosti preduzeća. U našoj zemlji direktna metoda izveštavanja je obavezna. Indirektna metoda polazi od neto dobitka i sa njegovim korekcijama za troškove koji ne zahtevaju odliv gotovine, dolazimo do novčanog toka iz poslovnih aktivnosti. Direktna metoda omogućava praćenje bruto tokova gotovine i daje detaljnije informacije što je čini korisnom naročito u procesu evaluacije ostvarenja poslovnog rezultata u kratkom periodu. Za projekciju budućih novčanih tokova za duži period od nekoliko godina investitori uglavnom primenjuju indirektnu metodu.

3.3.4. Izveštaj o promenama na kapitalu

Izveštaj o promenama na kapitalu je deo seta finansijskih izveštaja koji je prvi put definisan Zakonom o računovodstvu 2002. godine. Ovaj izveštaj prikazuje sva povećanja i smanjenja kapitala koja nastaju usled transakcija sa akcionarima (emisija novih akcija, otkup akcija, isplata dividendi), iskazivanja dobitka ili gubitka, pripisa efekata revalorizacije, povećanja ili smanjenja neraspoređenog dobitka, promena pozicija rezervi na početku i na kraju perioda, kao i promena koje su nastale usled izmena računovodstvenih politika preduzeća.

3.3.5. Napomene uz finansijske izveštaje

Napomene uz finansijske izveštaje predstavljaju sastavni deo seta finansijskih izveštaja. Osnovni cilj napomena je da obezbedi detaljan opis informacija sadržanih u finansijskim izveštajima kako bi se obezbedilo istinito i pošteno izveštavanje, odnosno fer izveštavanje. Napomene treba da obezbede informacije o računovodstvenim politikama, da obelodane sve informacije koje nisu obuhvaćene finansijskim izveštajima, a definisane su MRS/MSFI, kao i da obezbede dodatne informacije koje su neophodne za razumevanje podataka iz finansijskih izveštaja.

IV DEO

SPECIJALNI BILANSI

4.1. Pojam i vrste specijalnih bilansa

U stručnoj literaturi mogu se pronaći brojne definicije pojma bilansa. Reč bilans vodi poreklo iz spoja latinskih reči *bilanx libra* odnosno vaga sa dva tesa¹⁴. Prema novijem statičkom shvatanju bilansa, glavnu funkciju bilansa čini prikazivanje „finansijske konstitucije i situacije“ preduzeća, a pojam i sadržina bilansa definiše se kao račun raspolaganja kapitalom. Prema dinamičkom shvatanju bilans predstavlja pomoćni instrument za periodiziranje rezultata.

Osnovna svrha sastavljanja bilansa jeste sagledavanje i analiza finansijskog položaja preduzeća, ali bilansu su se ne može pripisati jedan opšti cilj za njegovo sastavljanje već možemo reći da postoji obilje ciljeva čije zadovoljenje zahteva primenu formalnih i materijalnih pravila i načela bilansiranja. Sa obiljem ciljeva bilansiranja u literaturi i praksi susrećemo se sa različitim vrstama bilansa koji se razlikuju po svojoj formi i sadržini. U zavisnosti od svrhe i povoda bilansiranja, prema navodima u knjizi „Teorija bilansa“ najčešće korišćeni kriterijumi za podelu bilansa su sledeći:

- a. redovnost sastavljanja (redovni i specijalni bilansni)
- b. povezanost sa knjigovodstvom (bilans stanja i bilans uspeha)
- c. globalna svrha iskazivanja (imovinski ili status bilans i bilans utvrđivanja rezultata)
- d. merodavnost pravnih normi (trgovački i poreski bilans)
- e. područje informisanja (interni i eksterni bilansi)
- f. dužina bilansnog perioda (bilans otvaranja, totalni bilans, godišnji bilansi i međubilansi)
- g. vremenski period koji pokrivaju (planski i stvarni bilansi)
- h. tehnika sastavljanja (bruto i neto bilansi)
- i. karakter bilansnih veličina – stanje ili tok (bilans stanja i bilans kretanja)
- j. broj uključenih preduzeća u bilans i forma sažimanja (pojedinačni, zbirni, zajednički, konsolidovani bilansi)
- k. pripadnost privrednoj grani (bilansi industrijskih, trgovinskih, saobraćajnih, poljoprivrednih preduzeća, banaka i osiguravajućih kompanija)
- l. ekonomsko-teorijsko objašnjenje bilansa (statički, dinamički i organski bilans)

Prema redovnosti sastavljanja, odnosno u zavisnosti od toga da li se sastavljaju prema unapred utvrđenim vremenskim razmacima ili u posebnim prilikama, bilansi se dele na:

- redovne (tekuće) i
- specijalne bilanse

Redovni bilansi se sastavljaju u unapred određenim, Zakonskim propisima ili prema internim pravilima preduzeća. U grupu redovnih bilansa spadaju:

- a. redovni godišnji zaključak koji sadrži bilans, račun dobitka i gubitka i aneks. U skladu sa Zakonom o računovodstvu sastavlja se na isteku svake poslovne godine i
- b. periodični obračuni koji se po Zakonu o računovodstvu sastavljaju po isteku polugodišta.

¹⁴Izvor: Jovan M. Ranković „Teorija bilansa“, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta, Beograd 2010, str. 21.

Specijalni bilansi se sastavljaju u posebnim prilikama poslovnog života preduzeća i po svojoj formi sadržini se znatno razlikuju od redovnih bilansa.

Događaji u životu preduzeća kao što su osnivanje preduzeća, razdvajanje preduzeća, promena pravne forme, fuzija i sanacija preduzeća, bankrotstvo ili likvidacija preduzeća ne mogu se svrstati u redovne, uobičajene poslovne aktivnosti. Ovi događaji svaki za sebe imaju poseban cilj i odvijaju se u dužem ili kraćem vremenskom periodu koje najčešće nije duže od godinu dana. Izveštavanje o ovim posebnim događajima je od posebnog značaja da bi se njima moglo upravljati i kontrolisati.

Za razliku od redovnog izveštavanja koje ima jedan opšti cilj, za izveštavanje o specijalnim događajima možemo reći da su oni određeni samom suštinom događaja. Oni treba eksternim korisnicima i menadžmentu da pruže informacije potrebne za donošenje odluka o pokretanju ovih događaja, praćenju događaja i oceni njihovog uspeha. Za razliku od redovnog finansijskog izveštavanja u svrhu sticanja uvida u specijalne događaje, sastavlja se samo bilans stanja. Kriterijumi na osnovu kojih se može napraviti klasifikacija bilansa ima mnogo, ali u literaturi se najčešće susrećemo sa:

1. faza životnog ciklusa kada se sastavljaju
2. veza sa tekućim knjigovodstvom (karakteru)
3. obaveznost sastavljanja

Kada govorimo o životnom ciklusu nekog preduzeća ne možemo sa sigurnošću reći u kojoj od faza poslovnog ciklusa, kao i da li će se javiti potreba za sastavljanjem specijalnih bilansa. U fazi rasta obično se sastavlja bilans promene pravne forme, kao i bilans fuzije. U fazi zrelosti ili fazi stagnacije najčešće se može javiti potreba za sastavljanjem bilansa sanacije, bilansa poravnanja, a ponekad i bilans fuzije i bilans podela. Likvidacioni bilans ili bilans stečaja se sastavljaju u trenutku zatvaranja preduzeća. Za svako preduzeće je jedino sigurno da će preduzeće sastavljati bilans otvaranja i bilans likvidacije ili bilans stečaja u zavisnosti od toga da li će poslovanje preduzeća biti okončano prinudno ili dobrovoljno.

Prema karakteru odnosno vezi sa tekućim knjigovodstvom specijalne bilanse delimo na:

- a. Status bilanse i
- b. Bilanse sa karakterom uspeha

Status bilansima smatraju se specijalni bilansi i predstavljaju prave imovinske bilanse. U stručnoj literaturi se definišu kao „*na određeni dan (dan bilansa) inventarom utvrđeni pregledi stanja bilansne imovine i bilansnog kapitala*“.¹⁵

Specijalne bilanse možemo podeliti i na dobrovoljne i obavezne u zavisnosti od toga da li je njihova izrada posledica potrebe menadžmenta da dobije osnovu za donošenje odluke da li ulaziti ili ne u neki od posebnih događaja, ili zbog kontrole razvoja određenog događaja ili ako je određenim zakonom propisana obaveza sastavljanja. U dobrovoljne bilanse spadaju bilans poravnanja i bilans sanacije, oni nisu zakonom obavezni ali se sastavljaju jer menadžment preduzeća ima potrebu za informacijama koje takvi bilansi sadrže. Obavezni specijalni bilansi su utvrđeni zakonskim propisima. U Republici Srbiji Zakonom o

¹⁵ Izvor: Jovan M. Ranković „Teorija bilansa“, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta, Beograd 2010, str. 18.

računovodstvu i reviziji utvrđeno je da se sastavljaju u slučaju statusnih promena kao što su fuzija, podela i izdvajanje, kao i prilikom stečaja i likvidacije preduzeća.

4.1.1. Kvalitativni značaj informacija specijalnih bilansa

Od specijalnih bilansa se očekuje da sadrži informacije koje su relevantne, odnosno da omogućavaju ocenu prošlosti, sadašnjosti i prognoziranje budućih performansi preduzeća. Informacije moraju da budu verodostojne što podrazumeva njihovu potpunost, neutralnost i da ne sadrže greške. Da bi informacije bile neutralne neophodno je da u sebi sadrže određeni stepen opreznosti naročito prilikom procenjivanja brojnih imovinskih predmeta i obaveza. Obično se procenjuju vrednost rezidualnog ostatka stalne imovine, vek trajanja materijalnih i nematerijalnih ulaganja, visina rezervisanja i sl. Pored navedenih kvalitativnih karakteristika informacija specijalnih bilansa neophodno je da informacije budu razumljive, blagovremene, proverljive i uporedive.

Karakteristika koju specijalni bilansi ne mogu da poseduju je uporedivost jer se sastavljaju samo jednom čak i u slučaju da se isti specijalni bilans sastavlja dva puta tokom životnog razvoja preduzeća (npr: bilans fuzije), od takvih specijalnih bilansa se ne može očekivati uporedivost.

Uporedivost specijalnih bilansa može biti od velike koristi jedino kod događaja koji se odvijaju u dužem vremenskom periodu jer se sastavlja bilans na početku, međubilans, kao i krajnji, zaključni bilans. Dobri primeri bilansa kod kojih je uporedivost značajna su sanacioni bilans, a ponekad i stečajni bilans.

4.1.2. Načela bilansiranja specijalnih bilansa

Izbor načela bilansiranja koja treba primenjivati je opredeljen ciljevima samog bilansiranja. Načela bitna kod bilansiranja možemo posmatrati sa dva aspekta:

1. Načela koja su primenljiva za sastavljanje specijalnog bilansa
2. Načela koja su uslovljena ciljem sastavljanja specijalnog bilansa

Načela primenljiva za sastavljanje specijalnih bilansa u literaturi se najčešće nazivaju opšte prihvaćena načela i u njih spadaju:

- Načelo jasnosti
- Načelo tačnosti
- Načelo pojedinačnog vrednovanja
- Načelo materijalnosti
- Načelo ekonomičnosti

Načelo jasnosti je povezano sa razumljivošću kao kvalitativnom karakteristikom finansijskih izveštaja i podrazumeva da sadrži informacije koje su jasne drugim stručnim licima. Informacije će biti jasne ukoliko je prilikom sastavljanja izveštaja izvršeno jasno raščlanjavanje prezentiranih elemenata, ukoliko su jasno označeni delovi kategorija koji su dobijeni raščlanjavanjem i ukoliko je korišćen bruto princip. Način raščlanjavanja imovine, obaveza i kapitala se može razlikovati od jednog specijalnog bilansa do drugog. Naziv bilansnih pozicija nastalih raščlanjavanjem treba da imaju naziv koji korisnike informacija jasno upućuje na njihovu sadržinu. Primena bruto principa podrazumeva da se međusobno ne

vrši saldiranje potraživanja i obaveza kao i iznosa nabavne i otpisane vrednosti imovine osim kada je otpis potpun.

Načelo tačnosti koje u literaturi nazivamo i načelom istinitosti povezano je sa verodostojnošću kao kvalitativnom odlikom. Načelo podrazumeva da informacije u finansijskim izveštajima budu tačne tako što su u njima iskazane posledice svih transakcija koje su nastale u izveštajnom periodu. Iz načela tačnosti izvedeno je i načelo potpunosti koje podrazumeva da se u bilansu iskažu i oni imovinski predmeti koji ne bi mogli biti iskazani u redovnim bilansima. Tako na primer, prilikom utvrđivanja neto vrednosti preduzeća i utvrđivanja vrednosti akcija, u bilansu fuzije se mogu iskazati ulaganja u istraživanja koja su izvršena od strane preduzeća koja se pripaja kako je navedeno u knjizi „Specijalni bilansi“ autora Kate Škarić Jovanović.

Načelo pojedinačnog vrednovanja podrazumeva da za svaki imovinski predmet i obavezu bude utvrđena pojedinačna vrednost u cilju stvaranja osnova za naknadnu proveru tačnosti pojedinih bilansnih pozicija.

Načelo materijalnosti ili u literaturi poznato kao načelo značajnosti, zahteva da se u finansijskim izveštajima iskažu informacije koje su važne za korisnike tih informacije. Određivanje koje su informacije važne zavisi od odluke koju korisnik treba da donese ali i od same prirode i vrednosti (iznosa) na koji glasi.

Načelo ekonomičnosti je načelo koje je podjednako bitno i za redovne i za specijalne bilanse. Podrazumeva da troškovi koji su prouzrokovani sastavljanjem izveštaja treba da budu niži od koristi informacija koje će se dobiti sastavljanjem bilansa. Međutim, procenu korisnosti informacija je teže utvrditi i sagledava se indirektno preko kvaliteta odluke korisnika ili visine štete koja bi nastala da nije sačinjen bilans.

Načela uslovljena ciljem sastavljanja specijalnog bilansa obuhvataju načelo realizacije, načelo impariteta i načelo razgraničenja prema predmetu i vremenu.

Načelo realizacije se smatra jednim od najbitnijih načela i čvrsto je povezano sa konceptom istorijskog troška. Zahteva da se svaki rezultat bilo da je pozitivan ili negativan, bude tržišno verifikovan. Primenom ovog načela obezbeđuje se povlačenje jasne granice između dobitaka koji su realizovani i koji mogu biti iskazani u bilansu uspeha i onih dobitaka koji još uvek ne mogu biti iskazani jer nisu dovedeni do kraja. Poslovni događaj nakon kojeg prihod i dobitak postaju realizovani se reguliše konvencijom. To može biti naplata prodatih proizvoda ili prihvatanje fakture od strane kupca.

Načelo impariteta zajedno sa načelom realizacije predstavlja jedno od najvažnijih načela. Povezano je sa načelom realizacijom u smislu da ispravlja zahtev da je uslov za priznavanje dobitka i gubitka realizacija na tržištu. Načelo impariteta zahteva da gubici koji su nastali moraju da budu priznati iako nisu tržišno verifikovani. Ovo načelo je neophodno prilikom izrade bilansa osnivanja i bilansa promene pravne forme, dok prilikom sastavljanja bilansa likvidacije ili stečaja nije neophodna primena ovog načela.

Načelo razgraničenja prema predmetu i vremenu ili poznato i kao načelo uzročnosti podrazumeva da prihodi i rashodi budu iskazani u obračunskim periodima u kojima su i nastali, nezavisno od njihove naplate odnosno isplate. Razgraničenjem prema predmetu ukupna ulaganja u učinke se dele na:

- deo ulaganja koji je sadržan u ceni koštanja realizovanih učinaka i predstavlja trošak, a nasuprot njemu će stajati prihodi od prodaje u bilansu uspeha, i

- deo ulaganja koji je sadržan u ceni koštanja nerealizovanih učinaka biće iskazan kao zaliha nedovršene proizvodnje i gotovih proizvoda.

Primena ovog načela je irelevantna za izradu bilansa likvidacije, bilansa stečaja, kao i kod deobnog bilansa.

4.2. Pojam i karakter bilansa osnivanja

Najpodesniji instrument za prikazivanje imovine i izvora finansiranja imovine na početku osnivanja svakog preduzeća jeste bilans osnivanja. U stručnoj literaturi se često koriste različiti termini kao što su početni bilans, ulazni bilans, bilans otvaranja, bilans izgradnje i dr. Prema Zakonu o računovodstvu i reviziji osnivanje preduzeća se ne smatra događajem koji predstavlja povod za sastavljanje bilansa zbog čega bilans osnivanja spada u grupu dobrovoljnih specijalnih bilansa.

U stručnoj literaturi preovladava mišljenje da je bilans osnivanja specijalni bilans koji se svrstava:

- a) u grupu neredovnih (sa karakterom uspeha) specijalnih bilansa ili
- b) u grupu status bilansa¹⁶

Bilans osnivanja ima karakter neredovnog specijalnog bilansa iz razloga što događaj osnivanja preduzeća zahteva utvrđivanje uspeha preduzeća „kroz postupak sistematskog zaključivanja računa, ali i očuvanje formalnog bilansnog kontinuiteta, što isključuje procenjivanje pozicija bilansa“.¹⁷

U grupi status bilansa imaju imovinski karakter jer je za sastavljanje ovog bilansa neophodno utvrđivanje imovine i obaveze preduzeća u trenutku otpočinjanja poslovanja preduzeća.

4.2.1. Ciljevi i datum sastavljanja bilansa osnivanja

Ciljevi sastavljanja bilansa osnivanja se mogu posmatrati sa formalne i materijalne prirode. Formalni razlozi sastavljanja bilansa osnivanja se zasnivaju na zakonskoj obavezi vođenja poslovnih knjiga.

Takođe, za bilans osnivanja kažemo da ima dokumentacionu funkciju s obzirom da se bilans osnivanja formira prilikom osnivanja preduzeća i kao takav predstavlja dokument o postojanju imovine i izvora finansiranja.

Pored dokumentacione bilans osnivanja ima i informacionu funkciju jer zainteresovanim licima obezbeđuje uvid u imovinsko finansijski status novoformiranog preduzeća.

Pored navedenih ciljeva kažemo da bilans osnivanja ima za cilj da prikaže uspeh delatnosti u fazi osnivanja i stvori osnov za vođenje poslovnih knjiga za novonastalo preduzeće. Kod društva kapitala, naročito za akcionare je posebno bitan jer obezbeđuje razgraničenje imovine preduzeća od privatne imovine.

¹⁶Kata Škarić Jovanović, Specijalni bilansi, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog Fakulteta u Beogradu, str. 35

¹⁷ Ibid

Datum sastavljanja bilansa osnivanja zavisi od pravne forme osnovanog preduzeća. Za društva kapitala najkasniji datum sastavljanja je datum upisa društva u sudski registar i kao takav bilans osnivanja ima konstitutivno dejstvo. Kod društva lica je moguće započeti poslovne aktivnosti i pre formalne registracije društva, a preporučuje se sastavljanje bilansa osnivanja „onog dana kada je nastao prvi poslovni događaj podoban za knjiženje i bilansiranje“, kako je navedeno u knjizi „Specijalni bilansi“.

Na osnovu napred navedenog možemo reći da postoji konflikt između ciljeva i datuma sastavljanja bilansa osnivanja. Statički cilj bilansa osnivanja podrazumeva prikazivanje imovinskih i finansijskih performansi novonastalog preduzeća, a datum sastavljanja bilansa treba da se poklapa sa danom upisa u sudski registar. Sa stanovišta dinamičkog cilja bilansa osnivanja kao dokumentacione osnove za otvaranje poslovnih knjiga i utvrđivanje uspeha u budućem periodu, opravdava se sastavljanje bilansa osnivanja i pre upisa preduzeća u sudski registar, odnosno odmah nakon nastanka prvog poslovnog događaja podobnog za knjiženje.

4.2.2. Pretpostavke izrade bilansa osnivanja

4.2.2.1 Inventarisanje i inventar otvaranja

Pre sastavljanja bilansa osnivanja neophodno je sprovođenje popisa i sastavljanje inventara osnivanja na dan sudskog registrovanja preduzeća ili na dan otpočinjanja poslovnog događaja. Značaj sastavljanja inventara ima poseban značaj za pravilno odmeravanje vrednosti uloga osnivača, jer od procene vrednosti uloga zavise prava vlasnika koja proističu iz vlasništva nad tim udelima (akcijama). U navedenom smislu neophodno je da se primeni princip pojedinačnog popisivanja u okviru jednog tačno utvrđenog datuma inventarisanja. Delimični ili probni bilans je neophodan prilikom unosa celog ili dela preduzeća kao ulog kako bi se proverila vrednost već popisane imovine i utvrdilo da li vrednosti u postojećem inventaru odgovaraju realnim vrednostima. Pored imovine kao ulog osnivača predmet popisa treba da bude i imovina nad kojom preduzeće ima ekonomsko ali ne i pravno vlasništvo kao što je na primer finansijski lizing.

4.2.2.2 Procenjivanje u bilansu osnivanja

U zavisnosti od ciljeva sastavljanja bilansa osnivanja prikazivanje imovinskih i kapital odnosa podrazumeva procenjivanje fer vrednosti, kao i procenu na osnovu očekivanih priliva i odliva kada su u pitanju prava i obaveze. Utvrđivanje uspeha i osnova za donošenje zaključaka sastavljanje bilansa osnivanja se zasniva na procenjivanju imovine po nabavnoj ceni odnosno ceni koštanja ukoliko može da se dokumentuje. Za bilans osnivanja su merodavni trgovačko-pravni propisi odnosno načela urednog bilansiranja. Vrednost nenovčanog uloga se utvrđuje prema Zakonu o privrednim društvima iz 2011. godine:

- 1) „Sporazumno od strane svih članova društva ili
- 2) Putem procene“¹⁸

¹⁸ Kata Škarić Jovanović, Specijalni bilansi, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog Fakulteta u Beogradu str. 41

U javnim akcionarskim društvima nenovčani ulozi se utvrđuju isključivo putem procene. Procena vrednosti ne može biti starija od godinu dana od unosa nenovčanog uloga i vrši je sudski veštak, revizor ili neko drugo ovlašćeno stručno lice koje nakon izvršene procene mora da dostavi Izveštaj o izvršenoj proceni. Izveštaj treba da sadrži opis svake stvari odnosno prava koje čini nenovčani ulog, metode koje su korišćene prilikom procene kao i izjavu da li je procenjena vrednost najmanje jednaka nominalnoj vrednosti udela koji se stiču kod ortačkog društva, komanditnog društva i društva sa ograničenom odgovornošću i nominalnoj vrednosti akcija koje se stiču.

Za utvrđivanje vrednosti uloga hartija od vrednosti i instrumenata tržišta novca utvrđuje se kao ponderisana prosečna cena ostvarena na tržištu, u periodu od 6 meseci koji prethodi danu utvrđivanja ove vrednosti pod sledećim uslovima:

1. Da je ostvareni obim prometa hartija od vrednosti i instrumenata tržišta novca bio najmanje 0,05% njihovog ukupno izdatog broja i
2. Da je najmanje 3 meseca od tog perioda ostvaren obim prometa hartija od vrednosti i instrumenata tržišta novca najmanje 0,05% njihovog ukupno izdatog broja na mesečnom nivou.

4.2.3. Sadržina bilansa osnivanja

Osnivači društva mogu uneti kao ulog gotovinu, određene stvari i prava. Osnivanje gotovinom podrazumeva da se u aktivi unese iznos gotovine a u pasivi pozicija osnovnog kapitala. Ukoliko u trenutku sastavljanja bilansa osnivači društva kapitala ne uplate gotovinske uloge u punoj visini u bilansu će se evidentirati i korektivna pozicija osnovnog kapitala – neuplaćeni upisani kapital.

Osnivanje unošenjem stvari i prava podrazumeva imovinske predmete čija se ekonomska vrednost može utvrditi, a kao predmet uloga u stvarima najčešće se javljaju:

- Nepokretne stvari (zemljište i zgrade)
- Pokretne stvari (mašine, uređaji i zalihe)
- Prenosiva prava (licence, uzorci i koncesije)
- Društvena prava (udeli u d.o.o i akcije)
- Potraživanja prema trećim licima
- Preduzeća ili deo preduzeća

Svaki ulog u stvarima mora biti procenjen i to po principu nabavnih troškova kao gornje granice za procenjivanje. Takođe, statutom društva uređuje se vrednost uloga u stvarima po osnovu kojih ulagači dobijaju akcije. Ova vrednost se uzima kao nabavna vrednost i iskazuje se u pasivi kao osnovni kapital.

Osnivanje unošenjem preduzeća kao ulog osnivača podrazumeva unošenje dela ili celog preduzeća. Vrednost udela u osnovni kapital društva određuje se na osnovu procenjene vrednosti imovine (kapitala) preduzeća koje je predmet uloga¹⁹, a na osnovu bilansa

¹⁹ Kata Škarić Jovanović, Specijalni bilanci, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog Fakulteta u Beogradu, str. 48

preduzeća za poslednje dve godine. U stručnoj literaturi za procenjivanje vrednosti imovine preduzeća preporučuje se fer vrednost, prinosna vrednost, knjigovodstvena vrednost i međuvrednost.

Fer vrednost treba da obezbedi objektivnu vrednost imovinskih delova preduzeća. Ukoliko je fer (dnevna) vrednost viša od nominalne vrednosti akcija razlika se priznaje kao goodwill. U suprotnom, razlika će se tretirati kao dobitak.

Prinosna vrednost preduzeća se smatra najpravednijim merilom vrednosti uloga. Zasniva se na kapitalizaciji planiranih rezultata, tj. novčanih tokova u budućem periodu. Ukoliko je prinosna vrednost veća od knjigovodstvene javlja se pozitivna razlika koje se označava kao goodwill.

Knjigovodstvena vrednost preduzeća kao ulog podrazumeva da se ona javlja istovremeno i kao prodajna cena za ulagača i kao trošak nabavke društvenih udela. Sastavljanje bilansa osnivanja društva čiji je kapital se unosi po knjigovodstvenoj vrednosti ne predstavlja problem kada je vrednost uloga jednaka ugovorenoj nominalnoj vrednosti akcija izdatih u tu svrhu ali knjigovodstvena vrednost može biti veća ili manja od utvrđene nominalne vrednosti akcija. U prvom slučaju razlika se priznaje kao pozitivna razlika koja se priznaje kao dobitak a u drugom slučaju se mora izvršiti tzv „dogradnja aktive“²⁰. Iznos razlike se u poreskom bilansu izravnavava preko pozicije izravnjanja i predstavlja minusni kapital .

Za unošenje preduzeća po međuvrednosti primenjuju se ista pravila kao i kod unošenja preduzeća po fer vrednosti.

4.3. Pojam, vrste i ciljevi promene pravne forme

Tokom postojanja jednog privrednog društva razne okolnosti mogu uticati na odluku vlasnika da promeni pravnu formu preduzeća. Preduzeće posluje kao isto pravno lice, ali druge pravne forme, pri čemu ne dolazi do prekida poslovnog kontinuiteta, formalne likvidacije preduzeća nema, a imovina i obaveze se prenose na u neizmenjenom iznosu. Pravna transformacija preduzeća može da se pojavi u sledećim oblicima:

- Osnivanje novog društva u drugoj pravnoj formi uz prethodnu likvidaciju i označava operaciju reosnivanja.
- Pripajanje i spajanje sa drugim preduzećem druge pravne forme i podrazumeva statusnu promenu fuzije ili pripajanja ili spajanja.

U slučaju fuzije prenosi se celokupna imovina i obaveze na postojeće ili novoosnovano društvo što predstavlja statusnu promenu. Nakon sprovedene fuzije društvo koje se spaja se briše iz registra i menja se vlasnička struktura.

Cilj promene pravne forme je poboljšanje uslova poslovanja preduzeća a efekti promene pravne forme mogu biti pozitivni i negativni. Razlozi i motivi za sprovođenje promene pravne forme su najčešće rezultat sledećih okolnosti:

- potrebe za povećanjem kapitala,

²⁰ Kata Škarić Jovanović, Specijalni bilansi, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog Fakulteta u Beogradu, str. 51

- odluke za ulazak ili izlazak sa tržišta kapitala,
- smanjenjem troškova vezanih za obelodanjivanje finansijskih izveštaja i ostalih informacija,
- smanjenje rizika ulaganja,
- neposredno učešće u upravljanju društvom,
- prestanak poslovne sposobnosti preduzeće i dr.

4.3.1. Pravne osnove promene pravne forme

Zakonom o privrednim društvima i Zakonom o postupku registracije u Agenciji za privredne registre, kao i drugim podzakonskim aktima kao što su Zakon o tržištu kapitala, poreski zakoni i dr. predstavljaju osnov kojim je definisan pravni okvir za sprovođenje promene pravne forme.

Promena pravne forme preduzeća kako je navedeno u knjizi „Specijalni bilansi“ autora Kate Škarić, sprovodi se kroz sledeće faze:

1. Priprema
2. Odlučivanje i
3. Registracija promene pravne forme

U fazi pripreme uprava preduzeća je u obavezi da skupštini akcionara pripremi i dostavi određena akta i odluke o promeni pravne forme društva, o izmeni osnivačkog akta usklađenog sa Zakonom, statut društva, kao i izveštaj o potrebi sprovođenja promene pravne forme. Izveštaj je regulisan zakonom i treba da sadrži:

- Razloge kao i analizu efekata koje će prouzrokovati promena pravne forme
- Pravne posledice promene pravne forme
- Obrazloženje srazmerne konverzije udela jedne pravne forme u drugu

U fazi odlučivanja pre donošenja konačne odluke o promeni pravne forme neophodno je da se 30 dana pre održavanja skupštine vlasnika društva i donošenja odluke, članovima društva dostavi na uvid dokumentacija neophodna za odlučivanje. Takođe, u istim roku je neophodno da se nacrt odluke dostavi registru privrednih subjekata u cilju objavljivanja na internet stranici. Odluka o promeni pravne forme se donosi u sledećim slučajevima:

- Kod akcionarskog društva odluka se donosi tročetvrtinskom većinom glasova akcionara ako statutom nije određeno da je neophodna većina i
- Kod društva lica ili društva sa ograničenom odgovornošću odluka se donosi većinom glasova vlasnika što treba da bude definisano društvenim ugovorom ili statutom.

Ako se akcionar ne slaže sa odlukom o promeni pravne forme može da traži da se njegove akcije otkupe i to po vrednosti između knjigovodstvene vrednosti, tržišne vrednosti i procenjene vrednosti.

Registracija promene pravne forme se vrši u skladu sa Zakonom o postupku registracije u Agenciji za privredne registre i Pravilnikom o sadržini registra privrednih subjekata. U slučaju promene pravne forme u akcionarsko društvo neophodno je prethodno izvršiti registraciju akcija u Centralni registar, a ako društvo menja pravnu formu u javno akcionarsko društvo ili prestaje da to bude, primenjuju se Zakon o tržištu kapitala.

Danom registracije promene pravne forme društva nastaju sledeće pravne posledice:

- Udeli članova u društvu se pretvaraju u akcije ili obratno.
- Zakonitim imaćima hartija od vrednosti sa posebnim pravima osim akcija dodeljuju se ista prava nakon promene pravne forme osim ako je odlukom drugačije određeno.
- Ortaci i komplementari koji su postali članovi društva sa ograničenom odgovornošću postaju solidarno odgovorni za obaveze društva nastale do registracije promene pravne forme.

4.3.2. Računovodstveni tretman promene pravne forme

Prilikom promene pravne forme nije kodifikovano i propisano Zakonom o računovodstvu i reviziji sastavljanje specijalnog bilansa. U slučaju promene pravne forme društvo evidentira imovinu i obaveze po postojećim vrednostima, a jedina promena koja se dešava je vezana za pozicije kapitala.

Međutim zbog zakonske mogućnosti da nesaglasni vlasnici imaju pravo da istupe iz društva u slučaju promene pravne forme i obeštećenja po tom osnovu, razlikujemo dva slučaja promene pravne forme:

1. Bez promene sastava vlasnika i
2. Uz istupanje nesaglasnih vlasnika

4.3.2.1 Računovodstveni tretman promene pravne forme bez promene sastava vlasnika

Promena pravne forme pri kojoj ne postoji zahtev nesaglasnih vlasnika za istupanje i obeštećenje neophodno je u računovodstveno ugasiti konta kapitala stare pravne forme i izvršiti preknjižavanja odgovarajućih vrednosti na kontima kapitala nove pravne forme društva.

Prilikom promene pravne forme iz društva kapitala u društvo lica pozicije sopstvenog kapitala postaju ulozi kao jedna bilansna pozicija na kojoj se prikazuje ukupna vrednost uloga članova ortačkog ili komanditnog društva. Vrednost uloga vlasnika stare pravne forme ostaju u istoj proporciji kao i pre promene pravne forme.

U slučaju promene pravne forme iz društva lica u društvo kapitala udeli članova društva se pretvaraju u akcije i računovodstveno se vrši preknjižavanje sa računa uloga na račun na akcijski kapital ili na račun udela društva sa ograničenom odgovornošću. Visina osnovnog kapitala nove pravne forme mora da bude najmanje u iznosu propisanom Zakonom za osnivanje date pravne forme, a nominalna vrednost akcije da bude najmanje 100 dinara.

4.3.2.2 Računovodstveni tretman promene pravne forme uz istupanje nesaglasnih vlasnika

Istupanje vlasnika koji nisu saglasni sa promenom pravne forme iz društva dovodi do sledećeg knjiženja:

- Knjiženje obaveza prema nesaglasnim vlasnicima na ime otkupa njihovih udela u iznosu koji im pripada kao i smanjenje kapitala za isti iznos i

- Preknjižavanje sopstvenog kapitala stare pravne forme na sopstveni kapital nove pravne forme i to za iznos kapitala vlasnika koji ostaje u društvu

Zakonom o privrednim društvima regulisano je da nesaglasni vlasnik mora da bude isplaćen u vrednosti njegovih udela koja se utvrđuje kao iznos koji je jednak najvećoj vrednosti između knjigovodstvene, tržišne i procenjene vrednosti akcija. U stručnoj literaturi se smatra da je knjigovodstvena vrednost akcija najrealnija vrednost udela vlasnika. Međutim, knjigovodstvena vrednost udela treba da se uporedi sa tržišnom vrednošću i da se realno proceni kako bi vrednost udela bila prečišćena za iznose latentnih rezervi i skrivenih gubitaka.

Procena vrednosti udela može da se vrši putem različitih metoda ali najčešće korišćene metode su one kojima se utvrđuje vrednost preduzeća kao celine ili vrednost neto imovine kao razlika procenjene vrednosti imovine i obaveza preduzeća vrednovanih po fer ili tržišnoj vrednosti ili po drugoj prikladnoj vrednosti (npr: reprodukciona).

Tehnika knjiženja iznosa koji će biti isplaćen nesaglasnim vlasnicima za njihove udele podrazumeva zaduženje konta kapitala za nominalnu, knjigovodstvenu vrednost uz odobrenje konta obaveza za iznos koji treba da bude isplaćen. S obzirom na to da ova dva iznosa po pravili nisu jednaka, u slučaju da je knjigovodstvena vrednost niža od utvrđene vrednosti razlika će biti knjižena na teret kapitalnih rezervi ili na teret ostalih rezervi ukoliko kapitalne rezerve nisu dovoljne ili ne postoje. U slučaju da je knjigovodstvena vrednost veća od utvrđene vrednosti udela nesaglasnih vlasnika, razlika će se tretirati kao povećanje kapitalnih rezervi društva.

V DEO

ULOGA I ZNAČAJ FINANSIJSKE ANALIZE

5.1. Pojam i ciljevi finansijske analize

Reč analiza je potiče od grčke reči „*analysis*“ što prevedeno znači raščlanjavanje ili rastavljanje složene celine na njene sastavne delove. Za definisanja pojma finansijske analize polazi se od stanovišta da analiza treba da podvrgne posmatranju, ispitivanju i oceni onih procesa koji su se desili u kompaniji i koji se nalaze evidentirani i opredmećeni u okviru finansijskih izveštaja. „*Analiza finansijskih izveštaja se bavi kvantificiranjem i istraživanjem odnosa i veza koji postoji između pozicija bilansa stanja, bilansa uspeha i izveštaja o tokovima gotovine na način da se omogući ispravna ocena finansijskog položaja, uspešnosti i likvidnosti poslovanja*“.²¹

Ciljevi analize finansijskih izveštaja se mogu podeliti na opšte i posebne ciljeve. Opšti ciljevi finansijske analize se zasnivaju na sagledavanju rentabilnosti, profitabilnosti i uspešnosti kompanije, kao i na sagledavanju finansijskog položaja kompanije, novčanih tokova i promena na kapitalu. Posebni ciljevi finansijske analize odnose se na zadovoljavanje informacionih potreba različitih korisnika. Sa stanovišta korisnika finansijske analize možemo reći da posebni ciljevi finansijske analize pružaju informacije koje predstavljaju osnovu za kontrolu i stimulativno nagrađivanje menadžmenta. Kao poseban cilj finansijske analize možemo navesti i obezbeđivanje informacija neophodnih za procenu vrednosti kompanije.

5.2. Vrste finansijske analize i instrumenti

Finansijska analiza obično najčešće polazi od opšte analize finansijskih izveštaja. Međutim, opšta analiza finansijskih izveštaja ne obezbeđuje dovoljan nivo detalja i informacija neophodnih za sagledavanje finansijskog stanja kompanije i ocenu njene zarađivačke sposobnosti zbog čega se nakon opšte analize pristupa izboru određenih instrumenata finansijske analize.

Najznačajniji instrumenti finansijske analize su horizontalna i vertikalna analiza, ratio analiza ili analiza osnovnih finansijskih indikatora, analiza neto obrtnog kapitala i analiza usklađenosti novčanih tokova odnosno *cashflow* analiza.

Analiza ima deskriptivan i istraživački karakter. Deskriptivan karakter analize podrazumeva prikaz kvantitativnih i kvalitativnih karakteristika predmeta analize. Istraživački karakter analize podrazumeva istraživanje odnosa, korelacionih i uzročnih veza predmeta istraživanja.

5.2.1. Opšta analiza finansijskih izveštaja

Opšta analiza finansijskih izveštaja je polazna analiza finansijskih izveštaja koja je zasnovana na analizi bilansa stanja i bilansa uspeha. Osnovni cilj ove finansijske analize je utvrđivanja trendova u kretanju imovine, kapitala i obaveza kompanije, kao i prihoda, troškova i dobitka kompanije. Ona obuhvata vertikalnu, horizontalnu i grafičku analizu bilansa stanja i bilansa uspeha.

²¹ Goranka Knežević, „Analiza finansijskih izveštaja“, Univerzitet Singidunum, Beograd 2008, str. 105

5.2.2. Vertikalna analiza osnovnih finansijskih izveštaja

Vertikalna analiza bilansa stanja i bilansa uspeha ima za cilj utvrđivanje učešća grupa, podgrupa i pozicija u zbiru bilansa stanja ili bilansa uspeha.

Vertikalna analiza bilansa stanja obično predstavlja zbir aktive koji sadrži ukupna ulaganja tj. imovinu, kao i zbir pasive koji pokazuje izvore finansiranja kompanije. U aktivu bilansa stanja prikazuje se u nekim varijantama i gubitak kompanije koji predstavlja odbitnu stavku vlasničkog kapitala prikazanog na strani pasive. Za potrebe vertikalne analize bilansa stanja ukupnu aktivu čini zbir imovine i gubitka. Osnovni cilj vertikalne analize bilansa stanja jeste da se utvrde određene činjenice i da se dođe do zaključka o strukturi i promenama strukture imovine sa jedne strane i kapitala i obaveza sa druge strane.

Vertikalna analiza bilansa uspeha predstavlja najčešće iznos ostvarenih prihoda od prodaje proizvoda, usluga i robe na tržištu. Značaj vertikalne analize bilansa uspeha je u sagledavanju promena u strukturi prihoda i rashoda, kao i ostvarenog rezultata po pojedinim podbilansima.

Vertikalna analiza ima veliku snagu zbog projekcionih mogućnosti s obzirom na to da se na osnovu definisanih trendova pojedinih grupa, podgrupa i pozicija iz bilansa mogu anticipirati buduća ostvarenja i razvoj finansijskog položaja kompanije. Za donošenje sveobuhvatnog zaključka o ostvarenom poslovnom rezultatu jedne kompanije neophodna je dublja analiza efikasnosti upravljanja imovinom i izvorima, analiza profitabilnosti ulaganja kao i analiza profitabilnosti vlasničkog kapitala.

5.2.3. Horizontalna analiza osnovnih finansijskih izveštaja

Horizontalna analiza bilansa stanja i bilansa uspeha obezbeđuje dodatne informacije bitne za sagledavanje slike o finansijskom položaju kompanije i dobitnosti. Iskazuje se apsolutnim i relativnim brojevima. Najčešće se prikazuje indeksima jer se posmatra višegodišnji period, obično od 3 do 5 godina i u tu svrhu se koristi bazni indeks. Prva godina se uzima kao bazna i toj vrednosti se dodeljuju indeksi od 100. Horizontalna analiza bilansa stanja omogućava da se lakše uoče pravci i intenzitet finansijskog položaja kompanije. Horizontalnom analizom bilansa lako se uočava razlika između pozicija koje su u porastu u odnosu na pozicije koje opadaju. Pozicije bilansa koje su u porastu imaju vrednosti indeksa preko 100, a pozicije čije vrednosti opadaju imaju indeksne vrednosti manje od 100. Veliki značaj horizontalne analize bilansa se ostvaruje ukoliko se vrši komparativna analiza sa najvažnijim konkurentima, srodnim kompanijama ili industrijskom granom.

5.2.4. Grafička analiza osnovnih finansijskih izveštaja

Grafička analiza bilansa predstavlja deo opšte analize finansijskih rezultata. Razvoj ove vrste analize finansijskih izveštaja sve više dobija na značaju, naročito iz razloga što je sa sve većom upotrebom i uz pomoć softverskih rešenja, moguća automatska grafička prezentacija finansijskih izveštaja u vidu histograma, linija trendova, pita grafikona i sl. Grafičkim prikazom analize finansijskih izveštaja na jednostavan način se dobija uvid u

strukturu bilansa, razvoj finansijskog položaja kompanije, razvoj dobitnosti kompanije za veći broj vremenskih intervala. Ako uzmemo u obzir činjenicu da bilans stanja predstavlja dvostrani prikaz kapitala sa jedne strane i prikaz oblika ulaganja tog istog kapitala sa druge strane, njegovom grafičkom analizom ostvarujemo uvid u kvalitet njegove strukture. Grafičkim prikazom analize bilansa uspeha, uz dvostrano prikazivanje prihoda, troškova i dobitka veoma brzo postajemo svesni razvoja bitnih delova bilansa uspeha u periodu koji posmatramo.

U cilju što kvalitetnijeg sagledavanja poslovnih rezultata kompanija i donošenja značajnih poslovnih odluka analiza finansijskih izveštaja treba da se produbi na racio analizu finansijskih izveštaja.

5.3. Racio analiza finansijskih izveštaja

Osnovu racio analiza čini ispitivanje logički povezanih delova finansijskih izveštaja na osnovu koje se donose ocene o finansijskom položaju kompanije, kao i procena budućeg finansijskog položaja i zarađivačka sposobnost kompanije.

Racio ili finansijski racio označava broj koji pokazuje odnos između dve vrednosti, koje su logički povezane i iskazane u finansijskim izveštajima. Racio brojevi se najčešće izražavaju u vidu razlomka, količnika ili procenta. Analiza dobijenih rezultata se ne sme prosto zaustaviti na poređenju sa tkz. „idealnim“ vrednostima racia, već je neophodno da se za ključni racio utvrdi trend kretanja tako što će se obračunati za vremenski period od 3 do 5 godina, da se napravi poređenje sa konkurentima, kao i da se dobijene vrednosti racia uporede sa prosečnim vrednostima grane.

Racio analiza podrazumeva sprovođenje tri međusobno povezane faze:

- *faza izbora potrebnih racia*
- *faza obračuna vrednosti izabranih racia*
- *faza povezivanja, poređenja i tumačenja njihovih vrednosti*²²

U računovodstvenoj literaturi prisutan je veliki broj racia zbog čega treba razlikovati osnovne vrste racio analize finansijskih izveštaja:

Racio analiza stanja (osnova je bilans stanja):

- racio analiza likvidnosti i
- racio analiza solventnosti.

Racio analiza ostvarenja ili racio analiza performansi (osnova su i bilans stanja i bilans uspeha):

- racio analize efikasnosti upravljanja imovinom i izvorima i
- racio analiza profitabilnosti.

²² Dejan Malinić, Vlade Milićević i Nikola Stevanović, „Upravljačko računovodstvo“, Beograd 2013, str. 83

5.3.1. Racio analiza likvidnosti ili analiza kratkoročnog rizika ulaganja

Likvidnost kompanije definišemo kao sposobnost preduzeća da izmiri svoje obaveze u svakom trenutku njihovog dospeća. U praksi se obično poistovećuju dva pojma: likvidnost imovine i likvidnost preduzeća što može biti opasno kod donošenja ocene o likvidnosti preduzeća. Pojam likvidnosti preduzeća je širi od pojma likvidnosti imovine.

Takođe, neophodno je izvršiti podelu ukupne imovine preduzeća na stalnu i obrtnu imovinu. Stalna imovina podrazumeva imovinu koja svoju vrednost postepeno prenosi na učinke u dugim ciklusima obrta, putem određenog vremena trošenja, obračuna troškova amortizacije i njihove naknade iz tekućih prihoda. Obrtna imovina je kratkoročno vezana za preduzeće i za mnogo kraće vreme svoju vrednost prenese na učinke, menjajući svoje forme od materijala, nedovršene proizvodnje i gotovih proizvoda, preko potraživanja do pretvaranja u gotovinu. Zbog brzog pretvaranja u početni novčani oblik obrtna imovina se poistovećuje sa likvidnom imovinom. Prilikom analize likvidnosti suština je da se sagleda kratkoročni rizik ulaganja u preduzeće zbog čega je bitno da obrtnu imovinu dovedemo u vezu sa kratkoročnim obavezama na osnovu čega je nastala tkz. statička analiza likvidnosti.

Statička analiza likvidnosti se posmatra preko:

- racia tekuće likvidnosti i
- racio redukovane likvidnosti

$$\begin{aligned}\text{Racio tekuće likvidnosti}^{23} &= \frac{\text{obrotna imovina}}{\text{kratkoročne obaveze}} \\ &= \frac{\text{zalihe} + \text{kratkoročna potraživanja i plasmani} + \text{gotovina i gotovinski ekvivalenti} + \text{AVR}}{\text{kratkoročne obaveze} + \text{PVR}}\end{aligned}$$

Racio tekuće likvidnosti stavlja u odnos dve heterogene bilansne pozicije, obrtnu imovinu i kratkoročne obaveze. Finansijski položaj preduzeća je bolji ukoliko preduzeće pri postojećim kratkoročnom obavezama raspolaže odgovarajućom obrtnom imovinom i obrnuto. U praksi se smatra da je normalna vrednost ovog racia 2. Visoka vrednost ovog racia može da bude rezultat visokih vrednosti zaliha tj. nagomilanih zaliha koje se teško prodaju ili rezultat visokih potraživanja, sa malim stepenom naplativosti. U takvoj situaciji preduzeće je i pored visoke vrednosti racia, nelikvidno.

Napred navedeno upućuje na zaključak da likvidnost preduzeća zavisi od brzine konvertovanja zaliha i potraživanja u gotovinu sa jedne strane, a sa druge strane od rokova dospeća kratkoročnih obaveza.

$$\begin{aligned}\text{Racio redukovane likvidnosti}^{24} &= \frac{\text{monetarna aktiva}}{\text{kratkoročne obaveze}} \\ &= \frac{\text{kratkoročna potraživanja i plasmani} + \text{gotovina i gotovinski ekvivalenti}}{\text{kratkoročne obaveze} + \text{PVR}}\end{aligned}$$

²³ Dejan Malinić, Vlade Milićević i Nikola Stevanović, „Upravljačko računovodstvo“, Beograd 2013, str. 87

²⁴ Ibid.

Racio redukovane likvidnosti je strožiji test likvidnosti koji dovodi u vezu monetarnu aktivu, odnosno kratkoročna potraživanja i plasmane, gotovinu i gotovinske ekvivalente sa kratkoročnim obavezama, što znači da su iz njegove računice isključene zalihe. Ovaj pokazatelj se naziva i *acid test* ili *ljuti test* likvidnosti čiji je zahtev da vrednosti ovog racia bude 1, odnosno da odnos monetarne aktive i kratkoročnih obaveza bude 1:1. Ukoliko je vrednost ovog racia iznad 1 to ukazuje na izuzetno snažnu finansijsku strukturu preduzeća, sa visokim NOK, gde preduzeće iz dugoročnih izvora finansira zalihe i jedan deo potraživanja. Ukoliko je vrednost ovog racia ispod 1 to ukazuje na lošiju finansijsku strukturu preduzeća, ali likvidnost preduzeća će zavisiti od brzine obrta zaliha i potraživanja i spremnosti kratkoročnih poverilaca (dobavljača) da tolerišu kašnjenja u izmirenju dugovanja.

Da bi se u potpunosti sagledala likvidnost preduzeća neophodna je i analiza usklađenosti priliva i odliva gotovine iz preduzeća što predstavlja uvod u dinamičku analizu likvidnosti preduzeća kroz izračunavanje vrednosti racia likvidnosti na bazi neto novčanog toka (NNT) iz poslovanja.

$$\text{Racio likvidnosti na bazi NNT iz poslovanja}^{25} = \frac{\text{NNT iz poslovanja}}{\text{Prosečne kratkoročne obaveze}}$$

$$= \frac{\text{Ukupni prilivi} - \text{Ukupni odlivi gotovine iz poslovne aktivnosti}}{(\text{Kratkoročne obaveze} + \text{PVR na početku i na kraju godine})/2}$$

Za ocenu stanja likvidnosti preduzeća upotrebom navedenog racia bitno je naglasiti da ukoliko preduzeće raspolaže skromnim iznosima gotovine to ne mora da bude signal ugrožene likvidnosti ukoliko je preduzeće u stanju da se u kratkom vremenskom periodu kratkoročno zaduži, odnosno ima zagarantovanu kratkoročnu kreditnu liniju.

5.3.2. Racio analiza solventnosti ili analiza dugoročne finansijske sigurnosti

Solventnost preduzeća predstavlja sposobnost preduzeća da u roku izmiruje troškove kamata i vrši otplate dugoročnih obaveza.

Faktore koji utiču na solventnost preduzeća možemo podeliti u 3 grupe:

- *Vrednost i struktura imovine kojom raspolaže preduzeće*
- *Vrednost i strukture izvora finansiranja ili ukupnog kapitala i*
- *Profitabilnost ili zarađivačka moć (prinosna snaga) preduzeća.*²⁶

Uticaj vrednosti i strukture imovine na finansijsku strukturu preduzeća možemo posmatrati kroz tri aspekta. Prvo, imovina preduzeća predstavlja osnovni generator dobitka ili gubitka, generator novčanog toka iz kojeg se namiruju troškovi kamata, otplaćuju dugoročni zajmovi i isplaćuju dividende. Drugo iz razloga što ulaganja u stalnu imovinu treba da budu pokrivena vlasničkim kapitalom („poslednji otkazuje“²⁷) i treće iz razloga što pojedini delovi stalne imovine mogu poslužiti kao hipoteka za potraživanja po osnovu dugoročnih zajmova.

²⁵ Dejan Malinić, Vlade Milićević i Nikola Stevanović, „Upravljačko računovodstvo“, Beograd 2013, str. 91

²⁶ *Ibid.* str. 92

²⁷ *Ibid.*

Uticaj vrednosti i strukture izvora finansiranja, odnosno ukupnog kapitala se posmatra na način da preduzeće koje raspolaže sa više vlasničkog kapitala u pasivi se smatra sigurnijim preduzećem. Međutim, danas na tržištu sve je manje kompanija koje raspolažu vlasničkim kapitalom i sve više su prisutne kompanije koje u bilansima imaju sve više pozajmljenog kapitala. Postavlja se pitanje da li treba da zaključimo da su ulaganja u takve kompanije visoko rizična i nesigurna. Odgovor na ovo pitanje možemo dobiti nakon sagledavanja profitabilnosti i zarađivačke moći kompanije.

Danas se smatra da kompanije koje ostvaruju veću stopu prinosa na uloženi kapital u odnosu na stopu troškova kapitala, u budućnosti neće imati problem sa finansijskom sigurnošću. U skladu sa napred navedenim nameće se zaključak da dugoročna finansijska sigurnost preduzeća zavisi od vrednosti imovine, visine vlasničkog kapitala i prinossne snage. Za dalju analizu solventnosti preduzeća jako je bitan racio finansijskog leveridža.

Reč leveridž prevodimo kao efekat poluge koji pokazuje odnos između dugova i vlasničkog kapitala i imovine preduzeća. Prema navodima u knjizi Upravljačko računovodstvo, grupe autora, Beograd 2013. najvažnija racia koje pripadaju ovoj grupi su:

$$\text{Racio pokrića stalne imovine} = \frac{\text{kapital}}{\text{stalna imovina}} = \frac{\text{neto vrednost vlasničkog kapitala}}{\text{stalna imovina}}$$

Pokazuje u kojoj meri je stalna imovina finansirana vlasničkim kapitalom. Orijentaciona normalna vrednost ovog racia iznosi 1. Osnovno pravilo ovog racia je da će preduzeće imati veću dugoročnu finansijsku strukturu ukoliko ostvaruje više NOK.

$$\begin{aligned} \text{Racio pokrića realne imovine} &= \frac{\text{dugoročni kapital}}{\text{realna aktiva}} \\ &= \frac{\text{neto vrednost vlasničkog kapitala} + \text{dugoročne obaveze} + \text{dugoročna rezervisanja}}{\text{stalna imovina} + \text{zalihe} + \text{AVR}} \end{aligned}$$

Pokazuje dozvoljenu upotrebu dugoročnih izvora finansiranja ne samo za finansiranje stalne imovine već i minimalnog stanja zaliha. Orijentaciona normalna vrednost ovog racia iznosi 1. Ukoliko bi vrednost ovog racia pala ispod vrednosti 1 to bi značilo da nije dobro finansijsko stanje preduzeća i ukoliko bi NOK bio negativan to bi značilo da preduzeće iz kratkoročnih izvora finansira jedan deo stalne imovine. Takođe, ukoliko bi profitabilnost preduzeća padala iz godine u godinu zaključili bi da preduzeće ima ozbiljne probleme sa privlačenjem novih dugoročnih izvora finansiranja. Osnovno pravilo ovog racia, kao i kod prethodnog racia, je da će preduzeće imati veću dugoročnu finansijsku strukturu ukoliko ostvaruje više NOK.

$$\text{Racio pokrića zaliha NOK-om} = \frac{\text{NOK}}{\text{zalihe}} = \frac{\text{dugoročni kapital} - \text{stalna imovina}}{\text{zalihe} + \text{AVR}}$$

$$\begin{aligned} \text{Racio pokrića obrtne imovine NOK-a} &= \frac{\text{NOK}}{\text{obrtna imovina}} \\ &= \frac{\text{dugoročni kapital} - \text{stalna imovina}}{\text{zalihe} + \text{kratkoročna potraživanja i plasmani} + \text{gotovina i gotovinski elementi} + \text{AVR}} \end{aligned}$$

Za prethodno navedena racia nemoguće je definisati normalu vrednosti s obzirom na to da je visina NOK uslovljena dejstvom različitih faktora.

$$\begin{aligned}\text{Racio zaduženosti} &= \frac{\text{ukupne obaveze}}{\text{kapital}} \\ &= \frac{\text{dugoročna rezervisanja} + \text{dugoročne obaveze} + \text{kratkoročne obaveze} + \text{AVR}}{\text{neto vrednost vlasničkog kapitala}}\end{aligned}$$

Ovaj racio pokazuje stepen opterećenosti vlasničkog kapitala ukupnim obavezama. Osnovno pravilo ovog racia je: što je manja vrednost racia zaduženosti, preduzeće ostvaruje veću sigurnost dugoročnih poverilaca i veću solventnost. Normalna vrednost ovog racia iznosi 1. U današnjim uslovima poslovanja sve je više preduzeća koja ostvaruju vrednost ovog racia iznad 1 što navodi na zaključak da se preduzeće nalazi u situaciji visoke zaduženosti. Međutim, da bi smo došli do ovakvog zaključka neophodno je da se posmatra efikasnost upravljanja ukupnom imovinom i kapitalom, zatim dobitnost prihoda, kao i profitabilnost preduzeća.

$$\begin{aligned}\text{Racio pokrića obaveza NNT iz poslovanja} &= \frac{\text{NNT iz poslovanja}}{\text{prosečne obaveze}} \\ &= \frac{\text{ukupni prilivi} - \text{ukupni odlivi gotovine iz poslovnih aktivnosti}}{\text{ukupne obaveze} + \text{PVR na kraju i početku godine} / 2}\end{aligned}$$

Orijentaciona normalna vrednost ovog racia iznosi 0,20. Recipročna vrednost racia pokrića obaveza neto novčanim tokom iz poslovanja pokazuje za koliko godina preduzeće može vratiti ukupne obaveze iz internih izvora.

$$\begin{aligned}\text{Racio pokrića kamata zaradom} &= \frac{\text{EBIT}}{\text{plaćene kamate}} \\ &= \frac{\text{neto dobitak} + \text{troškovi kamata} + \text{porez na dobitak}}{\text{troškovi kamata}}\end{aligned}$$

EBIT predstavlja zbir neto dobitka, troškova kamate i poreza na dobitak. Za ovaj racio važi pravilo da poverioci radije kreditiraju ona preduzeća čija je zarada iznad troškova kamate. Ovim raciom se meri koliko ima prostora između troškova kamate i zarade. Ukoliko je navedeni prostor veći, potraživanja dugoročnih poverilaca će biti sigurnija. Orijentaciona vrednost ovog racia se kreće od 5 do 7.

$$\begin{aligned}\text{Racio pokrića kamata NNT iz poslovanja} &= \frac{\text{NNT iz poslovanja}}{\text{plaćene kamate}} \\ &= \frac{\text{ukupni prilivi} - \text{ukupni odlivi gotovine iz poslovnih aktivnosti}}{\text{troškovi kamata}}\end{aligned}$$

Racio pokrića kamata neto novčanim tokom iz poslovanja pokazuje da li preduzeće ima dovoljno gotovine da otplati dugove u rokovima dospeća.

Za navedene pokazatelje najviše su zainteresovani investitori vlasničkog kapitala i dugoročni poverioci (kupci obveznica i davaoci dugoročnih kredita).

5.3.3. Racio analiza efikasnosti upravljanja imovinom i izvorima ili analiza obrta

Racio analiza efikasnosti upravljanja imovinom i izvorima u praksi se najčešće naziva i analiza obrta. Suštinu ove analize čini poređenje planiranih i/ili ostvarenih ulaganja u imovinu i planiranih i/ili ostvarenih efekata tih ulaganja. Za izračunavanje racia obrta veoma je važno prethodno izvršiti diferencijaciju između ukupne, stalne imovine društva i tekuće, obrtno imovine. Ukoliko je u osnovu analize stalna imovina onda analiza obrta mora biti usmerena na testiranje sposobnosti imovine da stvara prihode. Ukoliko je u fokusu analize obrtna imovina onda analiza treba da bude usmerena na testiranje brzine vraćanja obrtno imovine u početni novčani oblik. Analiza obrta predstavlja jedan od najbitnijih racio analiza finansijskih izveštaja iz razloga što je efikasnost upravljanja imovinom usko povezana sa likvidnošću, solventnošću i profitabilnošću kompanije.

Ukoliko preduzeće efikasnije upravlja imovinom ostvariće brži obrt imovine i brže će osloboditi novčana sredstva koja su neophodna za pokriće kratkoročnih obaveza. Sa bržim obrtom imovine preduzeće će ostvariti i veću likvidnost, manju zauzetost obrtnih sredstava, a samim tim postojaće i manja potreba za zaduživanjem preduzeća. Takođe, možemo da dodamo još jednu zakonitost da se sa bržim obrtom ostvaruje veća dugoročna finansijska sigurnost preduzeća. Povećanjem obrta imovine i sposobnošću preduzeća da generiše prihode ostvaruje se veća profitabilnost preduzeća, zbog čega možemo zaključiti da obrt ukupne imovine i vlasničkog kapitala predstavlja multiplikator profitabilnosti preduzeća, odnosno predstavlja značajnu upravljačku polugu kojom se oblikuju performanse preduzeća.

Kako se navodi u knjizi Upravljačko računovodstvo, grupe autora, Beograd 2013. ključni pokazatelji bitni za analizu finansijskih izveštaja, koji pokazuju efikasnost upravljanja imovinom i izvorima su sledeći:

$$\begin{aligned}\text{Racio obrta poslovne imovine} &= \frac{\text{prihodi od prodaje}}{\text{prosečna poslovna imovina}} \\ &= \frac{\text{prihodi od prodaje na internom i eksternom tržištu}}{(\text{poslovna imovina na početku i kraju godine})/2}\end{aligned}$$

Racio obrta poslovne imovine je najopštiji pokazatelj efikasnosti upravljanja imovinom preduzeća koji pokazuje koliko se puta u toku godine poslovna imovina obrne kroz prihode od prodaje. Preduzeće će efikasnije upošljavati imovinu ukoliko ostvaruje veći broj obrta, odnosno uz povećanje broja obrta ukupne poslovne imovine, uz postojeće prihode od prodaje, preduzeće ostvaruje veću profitabilnost.

$$\begin{aligned}\text{Racio obrta fiksne imovine} &= \frac{\text{prihodi od prodaje}}{\text{prosečna fiksna imovina}} \\ &= \frac{\text{prihodi od prodaje na internom i eksternom tržištu}}{(\text{osnovna sredstva na početku i kraju godine})/2}\end{aligned}$$

Pokazatelj efikasnosti dugoročnih ulaganja u nekretnine postrojenja i opremu je racio obrta fiksne imovine. Značaj ovog racia se ogleda u sagledavanju prihoda od prodaje koji nastaju usled preduzetih investicionih aktivnosti. Vrednosti ovog racia zauzimaju različite tačke na skali vrednosti, odnosno zauzimaju niže vrednosti ukoliko preduzeće ostvaruje mali

obim poslovnih aktivnosti u odnosu na instalirane kapacitete. Sa porastom obima proizvodnje i rastom prodaje racio će beležiti rast sve do maksimalne granice kada preduzeće ostvaruje potpunu iskorišćenost kapaciteta, odnosno ostvarenja tačke zrenja. Preduzeće će u tom trenutku izvršiti nova kapitalna ulaganja što će uticati na smanjenje ovog racia sve do trenutka povećanja obima prodaje i potpune iskorišćenosti instaliranog kapaciteta. Takođe, treba napomenuti da je u praksi moguća situacija da dva preduzeća slične poslovne efikasnosti, sa sličnim instaliranim kapacitetima i isti ostvarenim obimom prodaje, ostvaruju različite vrednosti ovog racio. Razlog leži u činjenici da je nabavka osnovnih sredstava izvršena u različitim vremenskim periodima.

$$\begin{aligned}\text{Racio obrta kapitala} &= \frac{\text{prihodi od prodaje}}{\text{prosečni vlasnički kapital}} \\ &= \frac{\text{prihodi od prodaje na internom i eksternom tržištu}}{(\text{neto vrednost vlasničkog kapitala na početku i kraju godine})/2}\end{aligned}$$

Racio obrta vlasničkog kapitala pokazuje efikasnost upotrebe vlasničkog kapitala.

$$\begin{aligned}\text{Racio obrta zaliha} &= \frac{\text{prihodi od prodaje}}{\text{prosečne zalihe}} \\ &= \frac{\text{prihodi od prodaje na internom i eksternom tržištu}}{(\text{zalihe na početku i kraju godine})/2}\end{aligned}$$

Zalihe su izuzetno značajan deo obrtnih sredstava naročito u proizvodnim preduzećima i dobro upravljanje zalihama znači njihov što brži obrt, a brži obrt znači pretvaranje zaliha u gotovinu.

U praksi analitičarima često nije dovoljan pokazatelj zbirnog racia obrta zaliha zbog čega nastavljaju sa obračunom racia obrta materijala, racia obrta nedovršene proizvodnje, racia obrta gotovih proizvoda i racia obrta robe.

$$\text{Racio obrta materijala} = \frac{\text{troškovi materijala}}{\text{prosečna vrednost zaliha materijala}}$$

$$\text{Racio obrta nedovršene proizvodnje} = \frac{\text{cena koštanja završenih proizvoda}}{\text{prosečna vrednost zaliha nedovršene proizvodnje}}$$

$$\text{Racio obrta gotovih proizvoda} = \frac{\text{cena koštanja prodatih proizvoda}}{\text{prosečna vrednost zaliha gotovih proizvoda}}$$

$$\text{Racio obrta robe} = \frac{\text{prihodi od prodaje robe}}{\text{prosečna vrednost zaliha robe}}$$

$$\text{Racio potraživanja od kupaca} = \frac{\text{prihodi od prodaje}}{\text{prosečna potraživanja od kupaca}}$$

$$= \frac{\text{prihodi od prodaje na internom i eksternom tržištu}}{(\text{potraživanja od kupaca na početku i kraju godine})/2}$$

Racio pokazuje koliko se puta, u proseku, naplaćuju potraživanja u toku godine, odnosno na koliko dinara neto prihoda od realizacije u toku godine, 1 dinar ostaje nenaplaćen u saldu potraživanja od kupaca.

$$\text{Racio obrta obaveza prema dobavljačima} = \frac{\text{ukupne nabavke}}{\text{prosečne obaveze prema dobavljačima}}$$

$$= \frac{\text{ukupna godišnja potrošnja} + / - \text{povećanje (smanjenje) vrednosti zaliha materijala i robe}}{(\text{obaveze prema dobavljačima na početku i na kraju godine})/2}$$

Racio obrta obaveza prema dobavljačima pokazuje koliko puta se prosečno godišnje plaćaju obaveze prema dobavljačima.

Svaki od navedenih racia se često koristi u kombinaciji sa pokazateljem vremena trajanja obrta koji se dobija tako što se navedeni racio podeli sa 365 ukoliko se racio izražava u danima ili sa 12 ukoliko se racio izražava u mesecima.

Analitička vrednost pokazatelja obrta se ogleda u njihovoj oceni postignutih performansi preduzeća, odnosno oceni efikasnosti upravljanja obrtnom imovinom, kao i njihovim uticajem na likvidnost, solventnost i profitabilnost preduzeća. Upotrebna vrednost pokazatelja obrta se odnosi i na njihovu mogućnost projektovanja budućih performansi preduzeća.

5.3.4. Racio analiza profitabilnosti

Pokazatelje za merenje i analizu profitabilnosti preduzeća podelićemo u dve grupe:

- Pokazatelji profitabilnosti prihoda
- Pokazatelji profitabilnosti imovine i kapitala

Racio analiza profitabilnosti prihoda

Racio analize profitabilnosti prihoda utvrđuje procentualno učešće dobitka u prihodima od prodaje učinaka na tržištu. Prema navodima u knjizi Upravljačko računovodstvo, grupe autora, Beograd 2013. u praksi se često koriste i sledeći pokazatelji profitabilnosti:

- Stopa bruto poslovnog dobitka = $\frac{\text{Bruto poslovni dobitak}}{\text{Prihodi od prodaje}} \times 100$
- Stopa neto poslovnog dobitka = $\frac{\text{Neto poslovni dobitak}}{\text{Prihodi od prodaje}} \times 100$
- Racio neto profitne marže = $\frac{\text{Neto dobitak}}{\text{Prihodi od prodaje}} \times 100$

- Racio bruto profitne marže $= \frac{ND + TKx(1-SP)}{Prihodi\ od\ prodaje} \times 100$

Naveden stope pokazuju koliko preduzeće ostvaruje bruto ili neto poslovnog dobitka u jednom obrtu, na svakih 100 dinara ostvarenog prihoda od prodaje učinaka na eksternom i internom tržištu. Preduzeće će ostvariti veću profitabilnost prihoda ukoliko ostvaruje veću stopu i obrnuto. Posebnu pažnju treba posvetiti stopi poslovnog dobitka koja ukazuje na porast dobitnosti osnovnih, najbitnijih poslovnih procesa, koji čine tzv. *core business* preduzeća, pri čemu nisu uključeni efekti koji proizilaze po osnovu investiranja, finansiranja i oporezivanja.

Racio analiza profitabilnosti imovine i kapitala

Za ocenu profitabilnosti poslovanja preduzeća analitičari često koriste u analizi stopu prinosa na imovinu (*Return on assets ROA*) koja posmatra profitabilnost preduzeća kroz odnos između vlasničkog i pozajmljenog kapitala, odnosno obaveza preduzeća. Prilikom izračunavanju stope prinosa na imovinu (ukupna ulaganja) troškove kamata treba korigovati za tzv. uštedu u porezu, odnosno potrebno je da efekat finansijskog leveridža (odnosa vlasničkog i pozajmljenog kapitala sa jedne strane i poslovne efikasnosti preduzeća sa druge strane) uskladimo korekcijom ukupne dobiti za efekat poreske uštede koji je ostvaren zahvaljujući finansiranju iz pozajmljenih sredstava.

- Stopa prinosa na ukupnu imovinu (*ROA – Return on Assets*)

$$ROA = \frac{Neto\ dobitak}{Prosečna\ poslovna\ aktiva} \times 100$$

$$ROA = \frac{Neto\ dobitak}{(poslovna\ sredstva\ na\ početku\ godine + poslovna\ sredstva\ na\ kraju\ godine)/2} \times 100$$

Maksimiziranje vrednosti ROA se ostvaruje povećanjem neto dobiti i povećanjem koeficijenta obrta poslovnih sredstava

- Stopa prinosa na vlasnički kapital (*ROE - Return on Equity*)

$$ROE = \frac{Neto\ dobitak}{Prosečni\ neto\ vlasnički\ kapital\ (akcijski\ kapital)} \times 100$$

Stopa prinosa na vlasnički (sopstveni) kapital (*Return on equity ROE*) meri stepen oplodnje uložene vrednosti akcijskog kapitala i vrednosti kapitala. Maksimiziranje vrednosti ROA je moguće povećanjem neto dobitka i povećanjem koeficijenta obrta sopstvenih sredstava.

5.3.5. Du Pont analiza profitabilnosti

U cilju pronalaženja odgovora na pitanja da li je preduzeće moglo efikasnije da upravlja imovinom i kapitalom, kao i da li je preduzeće moglo da ostvari veće prihode od prodaje i sl. zahteva se dublja analiza profitabilnosti preduzeća, odnosno Du Pont-ov sistem

analize. „U Du Pont sistemu analize svi racio brojevi se posmatraju kao sastavni delovi jedne celine, odnosno posmatraju se u paketu“²⁸.

U knjizi „Upravljačko računovodstvo“, grupe autora, Beograd 2013. navodi se da raščlanjivanje stope prinosa na ukupnu imovinu primenom tehnike Du Pont analize profitabilnosti podrazumeva njeno razlaganje na sledeći način:

$$\begin{aligned} ROA &= \frac{ND+TK \times (1-SP) \times 100}{\text{Prosečna imovina}} = \frac{ND+TK \times (1-SP) \times 100}{\text{Prihodi od prodaje}} \times \frac{\text{Prihodi od prodaje}}{\text{Prosečna imovina}} \\ &= \text{Bruto profitna marža} \times \text{Racio obrta ukupne imovine} \end{aligned}$$

Stopa prinosa na ukupnu imovinu se nalazi u funkciji dobitnosti prihoda i efikasnosti upravljanja ukupnom imovinom. Sa povećanjem bruto profitne marže, povećanje racia obrta ukupne imovine multiplikuje efekat dobitnosti prihoda na povećanje profitabilnosti ulaganja u ukupnu imovinu i obrnuto, sa smanjenjem bruto profitne marže, povećanje racia obrta ukupne imovine ublažava efekat smanjenja dobitnosti prihoda na profitabilnost ulaganja u imovinu.

Ukoliko racio obrta ukupne imovine opada, povećanje dobitnosti prihoda neće rezultovati povećanjem profitabilnosti ukupnih ulaganja u imovinu.

U cilju odgovora na zahteve tržišta, a i u uslovima postojanja konkurencije menadžeri preduzeća treba da pronađu „pravu kombinaciju“²⁹ prilikom upravljanja dobitnosti prihoda sa jedne strane i produktivnošću imovinom sa druge strane.

Razlaganje stope prinosa na vlasnički kapital na činioce primenom tehnike Du Pont analize profitabilnosti podrazumeva sledeće raščlanjivanje:

$$\begin{aligned} ROE &= \frac{\text{Neto dobitak} \times 100}{\text{Prosečni neto vlasnički kapital}} = \frac{\text{Neto dobitak} \times 100}{\text{Prihodi od prodaje}} \times \frac{\text{Prihodi od prodaje}}{\text{Prosečni neto vlasnički kapital}} \\ &= \text{Neto profitna marža} \times \text{Racio obrta vlasničkog kapitala} \end{aligned}$$

Za objašnjenje uticaja neto profitne marže i racia obrta vlasničkog kapitala na profitabilnost primenjuje se potpuno ista logika koju smo već objasnili kod činilaca profitabilnosti na ukupnu imovinu. Za razumevanje analize i upravljanja profitabilnošću preduzeća bitno je dalje razlaganje stope prinosa na vlasnički kapital na sledeći način:

$$\begin{aligned} ROE &= \frac{\text{Neto dobitak} \times 100}{\text{Prosečni neto vlasnički kapital}} = \\ &= \frac{\text{Prosečna vrednost imovina}}{\text{Vlasnički kapital}} \times \frac{\text{Prihodi od prodaje}}{\text{Prosečna imovina}} \times \frac{ND+TK+(1-SP)}{\text{Prihodi od prodaje}} \times \frac{ND}{ND+TK \times (1-SP)} \\ &= \text{Stepen zaduženosti} \times \text{Racio obrta imovine} \times \text{Bruto profitna marža} \times \text{Teret duga} \end{aligned}$$

Prvi činilac, stepen zaduženosti pokazuje odnos imovine i vlasničkog kapitala i predstavlja finansijski leveridž i može se prikazati na sledeći način:

$$\frac{\text{Prosečna vrednost imovina}}{\text{Vlasnički kapital}} = \frac{\text{Vlasnički kapital} + \text{Ukupne obaveze}}{\text{Vlasnički kapital}} = 1 + \frac{\text{Ukupne obaveze}}{\text{Vlasnički kapital}}$$

²⁸ Goranka Knežević, „Analiza finansijskih izveštaja“, Univerzitet Singidunum, 2008, str. 116

²⁹ Dejan Malinić, Vlade Milićević i Nikola Stevanović, „Upravljačko računovodstvo“, Beograd 2013, str. 115

Proizvod druga dva činioca, racia obrta imovine i bruto profitne marže predstavlja stopu prinosa na ukupnu imovinu (ROA) koju smo prethodno objasnili i ona je najviše u funkciji proizvodnih, marketinških i prodajnih sposobnosti preduzeća.

Četvrti izraz, teret duga pokazuje koliko trošak kamate utiče na smanjenje zarade preduzeća.

U slučaju kada se preduzeće finansira u celosti iz vlasničkog kapitala tada su prvi i četvrti izraz su jednaki jedinici. U tom slučaju stopa prinosa na ukupnu imovinu je jednaka stopi prinosa na vlasnički kapital.

U slučaju kada je preduzeće zaduženo, ukupna imovina veća od vlasničkog kapitala, stepen zaduženosti bi bio veći od jedan, a teret duga bi bio manji od jedan, a trošak kamate bi apsorbavao jedan deo zarade. Iz napred navedenog možemo izvesti najbitniji zaključak da zaduživanje preduzeća podjednako mogu izazvati i povećanje i smanjenje vlasničkog kapitala.

Za donošenje zaključka o uticaju zaduživanja na profitabilnost vlasničkog kapitala neophodno je da utvrdimo efekat finansijskog leveridža na profitabilnost vlasničkog kapitala. Efekat finansijskog leveridža na profitabilnost vlasničkog kapitala posmatramo poređenjem prinosa na ukupnu imovinu (ROA) i cene koštanja duga ili stope troškova pozajmljenog kapitala. Taj efekat sagledaćemo daljim razlaganjem stope prinosa na vlasnički kapital:

$$ROE = ROA + [(ROA + \text{Stopa troškova pozajmljenog kapitala}) \times \frac{\text{Ukupne obaveze}}{\text{Neto vlasnički kapital}}]$$

Iz navedenog izraza možemo zaključiti sledeće:

- Efekat finansijskog leveridža (odnos ROE i ROA) je proporcionalan odnosu stope prinosa na ukupnu imovinu i stope troškova pozajmljenog kapitala.
- Pozitivan efekat finansijskog leveridža se postiže kada je stopa prinosa na ukupna ulaganja veća od stope troškova pozajmljenog kapitala.
- Ukoliko se preduzeće većim delom finansira iz pozajmljenih izvora utoliko će biti veća korist od finansijskog leveridža. Međutim, zaduživanje preduzeća treba razumeti samo kao zaduživanje do određene granice, jer zaduživanje predstavlja skup oblik finansiranja koji sa sobom nosi i brojne finansijske rizike.

Stopu prinosa na vlasnički kapital dalje možemo razložiti:

$$ROE = (ROA - \frac{\text{Troškovi kamata}}{\text{Ukupna imovina}}) \times \frac{\text{Ukupna imovina}}{\text{Neto vlasnički kapital}}$$

Efekat finansijskog leveridža na profitabilnost vlasničkog kapitala može biti pozitivan i negativan. Pozitivan efekat finansijskog leveridža preduzeće će ostvariti kada ostvaruje veći povraćaj na ukupnu imovinu od troškova pozajmljenog kapitala koji se preko troškova pozajmljenog kapitala prelijeva u vlasnički kapital. Stopa prinosa na vlasnički kapital je veća od stope prinosa na ukupnu imovinu. Negativan efekat finansijskog leveridža preduzeće će ostvariti kada prinos na ukupnu imovinu nije dovoljan da pokrije troškove pozajmljenog kapitala što dovodi do pada profitabilnosti preduzeća. Stopa prinosa na vlasnički kapital je manja od stope prinosa na ukupnu imovinu.

Na osnovu svega napred navedenog možemo zaključiti da je zaduživanja preduzeća opravdano do trenutka kada preduzeće ostvaruje jednak prinos na ukupnu imovinu i troškove pozajmljenog kapitala. Svako dalje zaduživanje preko ove granice ne bi imalo ekonomsku opravdanost jer ostvareni prinos na imovinu nije dovoljan za pokriće troškova pozajmljenog kapitala.

5.4. Analiza neto obrtnog kapitala (neto obrtnog fonda)

Uloga neto obrtnog kapitala je veoma važna za dugoročnu finansijsku sigurnost, kao i za održanje kratkoročne finansijske sigurnosti preduzeća. Značajan je instrument finansijske analize preduzeća. Neto obrtni kapital ili neto obrtni fond kako se često možemo sresti u literaturi (NOF), predstavlja razliku između dugoročnih izvora finansiranja odnosno dugoročnih obaveza i sopstvenog kapitala, i stalnih sredstava. Predstavlja deo sopstvenog i dugoročnog pozajmljenog kapitala koji je namenjen finansiranju obrtno imovine preduzeća. Sopstveni i pozajmljeniji dugoročni izvori finansiranja namenjeni su primarno za ulaganja u stalnu imovinu i sa takvog stanovišta kažemo da neto obrtni kapital predstavlja preostali iznos sopstvenog i dugoročnog pozajmljenog kapitala, preko stalne imovine, odnosno:

$$\text{NOK} = \text{dugoročni izvori finansiranja} - \text{stalna sredstva}$$

„Pozitivan iznos neto obrtnog fonda govori da je postignuta dugoročna finansijska ravnoteža³⁰, odnosno možemo reći da predstavlja deo obrtnih sredstava koja su finansirana iz dugoročnih izvora (Slika 2).

Bilans stanja				
	Stalna imovina		Sopstveni kapital	
NOI	Obrtna	Dugoročne obaveze	NOK	
	Imovina		Kratkoročne obaveze	

Slika 2: Bilans stanja³¹

U stručnoj literaturi često možemo pročitati i da neto obrtni kapital predstavlja razliku obrtnih sredstava i kratkoročnih obaveza i ukoliko je pozitivna veličina predstavlja deo obrtnih sredstava koja su pokrivena dugoročnim izvorima finansiranja:

$$\text{Neto obrtna sredstva} = \text{obrotna sredstva} - \text{kratkoročne obaveze}$$

³⁰ Goranka Knežević, „Analiza finansijskih izveštaja“, Univerzitet Singidunum, Beograd 2008, str. 148

³¹ Dejan Malinić, Vlade Milićević i Nikola Stevanović, „Upravljačko računovodstvo“, Beograd 2013, str. 152

Za ostvarenje dugoročne finansijske ravnoteže preduzeća neophodno je da bude zadovoljeno zlatno pravilo finansiranja³². Neto obrtni kapital je deo zlatnog finansijskog pravila koje zahteva da se dugoročna sredstva (nekretnine, postrojenja, oprema i nematerijalna ulaganja) moraju finansirati iz dugoročnih izvora, odnosno iz sopstvenog kapitala i dugoročnih obaveza.

Veličine bitne za analizu stanja neto obrtnog kapitala su prikazane u sledećoj tabeli (Tabela 2):

Stanje Neto obrtnog kapitala

1	Sopstveni kapital
2	Stalna imovina
3	Sopstveni NOK (1-2)
4	Dugoročna rezervisanja i obaveze
5	Neto obrtni kapital (3+4)
6	Zalihe i AVR
7	Višak/Nedostatak NOK u odnosu na zalihe (5-6)
8	Kratkoročni krediti
9	Višak/Nedostatak kreditnih izvora u odnosu na zalihe (7+8)

Tabela 2: Stanje NOK

Ukoliko je neto obrtni kapital pozitivan kažemo da preduzeće postiglo finansijsku ravnotežu. Nulta vrednost neto obrtnog kapitala je veoma retka pojava koja pokazuje da su stalna sredstva i dugoročni izvori identične veličine. Negativna vrednost neto obrtnog kapitala pokazuje da preduzeće nema finansijsku ravnotežu, da ostvaruje nepovoljnu finansijsku likvidnost, kao i da postoji mogućnost bankrota.

Za donošenje ispravne ocene o varijacijama neto obrtnog kapitala treba doneti samo na osnovu komparativne analize ostvarenih veličina u poslednjih nekoliko godina. Za ocenu finansijske sigurnosti preduzeća bitno je stanje neto obrtnog kapitala i njegov odnos prema obrtnoj imovini i zalihama.

Takođe, uz analizu stanja neto obrtnog kapitala potrebno je navesti dva racia solventnosti racio pokrića zaliha NOK-om i racio pokrića obrtne imovine NOK-a, o kojima je u prethodnom izlaganju bilo reči.

Promene u vrednostima neto obrtnog kapitala su rezultat promena u:

- Bruto dobitku ili gubitku iz bilansa uspeha (zbir neto dobitka, amortizacije i troškova dugoročnih rezervisanja ili gubitak nakon korekcije navedenih troškova),

³² Kako je navedeno u knjizi Upravljanje finansijama, Marko Ivaniš, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2008, str. 92: „Zlatno bilansno pravilo u užem smislu – zahteva da dugoročni izvori sredstava budu jednaki dugoročno imobilisanim sredstvima. Drugim rečima, (...) da osnovna sredstva budu finansirana sopstvenim kapitalom ili bar permanentnim, stalnim kapitalom a obrtna sredstva da budu pokrivena kratkoročnim izvorima finansiranja. Zlatno bilansno pravilo u širem smislu (...) zahteva da se permanentnim, stalnim kapitalom finansiraju ne samo osnovna sredstva već deo obrtnih sredstava koji je trajno vezan za poslovanje preduzeća (trajna obrtna sredstva (...) su gvozdene, kontinuelne zalihe)“.

- Promene u vrednostima stalne imovine koja nije pokrivena sopstvenim kapitalom i dugoročnim pozajmljenim izvorima,
- Promene u vrednostima sopstvenog kapitala bez recipročne promene stalne imovine i dugoročnih obaveza i rezervisanja,
- Promene vrednosti dugoročnih obaveza i rezervisanja bez promena stalne imovine i vlasničkog kapitala i
- Promene kratkoročnih obaveza bez promene obrtne imovine.

Izvore povećanja i smanjenja neto obrtnog kapitala možemo prikazati na sledeći način (Slika 3):

Izvori (povećanje/prilivi) NOK	Upotreba (odlivi/smanjenje) NOK
Bruto dobitak kao razlika između prihoda i troškova koji izazivaju odliv obrtne imovine	Gubitak kao razlika između većeg neto gubitka i zbira amortizacije i troškova rezervisanja, povećanog za vraćena dugoročna rezervisanja
Smanjenja stalne imovine zbog prodaje nematerijalnih ulaganja i osnovnih sredstava i naplatom dugoročnih finansijskih plasmana ili prodajom hartija od vrednosti	Povećanje stalne imovine zbog pribavljanja nematerijalnih ulaganja, osnovnih sredstava i kupovinom dugoročnih hartija od vrednosti ili odobravanjem dugoročnih kredita
Povećanjem vlasničkog kapitala naplatom neuplaćenog upisanog kapitala i prodajom akcija preduzeća	Smanjenje vlasničkog kapitala otkupom sopstvenih akcija i sl.
Povećanje dugoročnih obaveza prodajom obveznica, uzimanjem dugoročnih kredita, konverzijom kratkoročnih u dugoročne kredite i preuzimanjem drugih dugoročnih obaveza	Smanjenje dugoročnih obaveza otplatom obveznica, dospećem anuiteta za otplatu dugoročnih obaveza i konverzijom dugoročnih u kratkoročne kredite.
-	Proglašene dividende

Slika 3: Izvor i upotreba NOK-a³³

Potreban nivo neto obrtnog kapitala zavisi od iznosa obrtnih sredstava koji ne može da bude finansiran kratkoročnim izvorima. Zahtevani nivo podrazumeva sklad između prethodnog iznosa sopstvenog kapitala i dugoročnih obaveza preko zahteva pokrića stalne imovine, i zavisi od brojnih faktora kao što su, između ostalih:

- Vrsta delatnosti kojom se preduzeće bavi. Obično uslužna preduzeća imaju nizak nivo NOK jer nemaju potrebu za visokim nivoom zaliha, naročito ona preduzeća koja prodaju za gotovo, dok industrijska preduzeća imaju potrebu za visokim nivoom NOK (visok nivo zaliha i prodaja na poček).
- Politika proizvodnje i nabavka utiče na nivo NOK, tako da će nivo NOK zavistiti od nivoa zaliha, veličina nabavki, veličine proizvodne serije i sl. Ukoliko postoji potreba za većim nivoom zaliha postoji i potreba za većim nivoom NOK.

³³ Dejan Malinić, Vlade Milićević i Nikola Stevanović, „Upravljačko računovodstvo“, Beograd 2013, str. 157

- Politika prodaje preko nivoa zaliha gotovih proizvoda i preko potraživanja od kupaca utiče na nivo NOK. Preduzeće da bi ostvarilo veći obim prodaje odobrava kupcima prodaju na poček, ne traži avansna plaćanja, odobrava kredite i sl. što dovodi do potrebe za većim NOK.
- Politika podele dobitka, posebno proglašavanja i isplate dividendi utiče na nivo NOK tako što proglašavanje i isplata visokih dividendi otežava održavanje ciljanog nivoa NOK i obratno.

Analiza NOK pruža značajne informacije od kojih je najbitnije što ona sugeriše načine na koje pozicija NOK može biti poboljšanja, ukazuje na raspoloživa sredstva za nabavku opreme, pomaže u donošenju investicionih odluka, za donošenje planova za otplatu dugoročnih obaveza, za planiranje politike dividendi i sl.

VI DEO

ANALIZA FINANSIJSKIH POKAZATELJA KOMPANIJE „TELEKOM SRBIJA“

6.1 Bilans stanja Telekom Srbija (u 000 dinara)³⁴

AKTIVA	2012	2011	2010
STALNA IMOVINA	165.275.591	172.971.711	179.092.462
NEUPLACENI UPISANI KAPITAL	-	-	-
GOODWILL	-	-	-
NEMATERIJALNA ULAGANJA	6.393.040	6.404.373	7.301.254
NEKRETNINE, POSTROJENJA, OPREMA I BIOLOSKA SREDSTVA	95.969.224	103.997.983	110.340.364
1. Nekretnine, postrojenja i oprema	95.969.224	103.997.983	110.340.364
2. Investicione nekretnine	-	-	-
3. Biološka sredstva	-	-	-
DUGOROČNI FINANSIJSKI PLASMANI	62.913.327	62.569.355	61.450.844
1. Učešća u kapitalu	60.910.876	60.897.038	60.211.333
2. Ostali dugoročni finansijski plasmani	2.002.451	1.672.317	1.239.511
OBRTNA IMOVINA	34.564.529	35.924.013	29.766.482
ZALIHE	6.233.075	6.648.042	6.445.722
STALNA SREDSTVA NAMENJENA PRODAJI I SREDSTVA POSLOVANJA KOJE SE OBUSTAVLJA	17.115	-	-
KRATKOROČNA POTRAŽIVANJA, PLASMANI I GOTOVINA	28.314.339	29.275.971	23.320.760
1. Potraživanja	12.471.431	12.381.185	12.395.297
2. Potraživanja za više plaćen porez na dobitak	941.570	0	330.190
3. Kratkoročni finansijski plasmani	291.603	1.247	1.853
4. Gotovinski ekvivalenti i gotovina	10.862.273	14.018.543	7.949.392
5. Porez na dodatu vrednost i aktivna vremenska razgraničenja	3.747.462	2.874.996	2.644.028
ODLOŽENA PORESKA SREDSTVA	2.569.624	1.336.491	1.108.440
POSLOVNA IMOVINA	202.409.744	210.232.215	209.967.384
UKUPNA AKTIVA	202.409.744	210.232.215	209.967.384
VANBILANSNA AKTIVA	3.789.507	3.481.581	5.321.926
PASIVA			
KAPITAL	100.005.817	131.002.886	122.294.139
OSNOVNI KAPITAL	100.008.588	82.521.140	82.521.140
NEUPLAĆENI UPISANI KAPITAL	-	-	-
REZERVE	589.634	589.634	589.634
REVALORIZACIONE REZERVE	-	-	-
NEREALIZOVANI DOBICI PO OSNOVU HARTIJA OD VREDNOSTI	-	-	-
NEREALIZOVANI GUBICI PO OSNOVU HARTIJA OD VREDNOSTI	-	-	-
NERASPOREDJENI DOBITAK	15.910.105	47.892.112	39.183.365
GUBITAK	-	-	-
OTKUPLJENE SOPSTVENE AKCIJE	16.502.510	-	-
DUGOROČNA REZERVISANJA I OBAVEZE	102.403.927	79.229.329	87.673.245
DUGOROČNA REZERVISANJA	1.771.220	1.614.383	1.848.866
DUGOROČNE OBAVEZE	46.658.007	17.316.660	41.719.638
1. Dugoročni krediti	46.654.917	17.313.422	41.715.890
2. Ostale dugoročne obaveze	3.090	3.238	3.748
KRATKOROČNE OBAVEZE	53.974.700	60.298.286	44.104.741
Kratkoročne finansijske obaveze	29.931.023	28.339.123	21.369.737
Obaveze po osnovu sredstava namenjenih prodaji i sredstava poslovanja koje se obustavlja	-	-	-
Obaveze iz poslovanja prema dobavljačima	6.907.677	6.633.782	5.652.194
Ostale kratkoročne obaveze	850.144	9.574.922	686.353
Obaveze po osnovu poreza na dodatu vrednost i ostalih javnih prihoda i pasivna vremenska razgraničenja	16.285.856	15.659.850	16.396.457
Obaveze po osnovu poreza na dobitak	-	90.609	-
ODLOŽENE PORESKE OBAVEZE	-	-	-
UKUPNA PASIVA	202.409.744	210.232.215	209.967.384
VANBILANSNA PASIVA	3.789.507	3.481.581	5.321.926

³⁴ Finansijski Izveštaji za 2010-2012. godinu u skladu sa računovodstvenim propisima RS, za preduzeće Telekom Srbija

6.2 Bilans uspeha Telekom Srbija (u 000 dinara)³⁵

BILANSNA POZICIJA	2012	2011	2010
PRIHODI I RASHODI IZ REDOVNOG POSLOVANJA			
POSLOVNI PRIHODI	88.546.715	87.319.382	85.816.686
Prihodi od prodaje	88.058.336	86.863.661	85.280.888
Prihodi od aktiviranja učinaka i robe	45.978	32.531	-
Povećanje vrednosti zaliha učinaka	-	-	-
Smanjenje vrednosti zaliha učinaka	-	-	-
Ostali poslovni prihodi	442.401	423.190	535.798
POSLOVNI RASHODI	68.771.989	67.747.566	64.934.780
Nabavna vrednost predate robe	4.530	7.436	39.247
Troškovi materijala	6.663.368	6.015.330	5.299.621
Troškovi zarada, naknada zarada i ostali lični rashodi	12.961.304	14.958.638	12.659.018
Troškovi amortizacije i rezervisanja	17.105.137	17.393.011	16.961.352
Ostali poslovni rashodi	32.037.650	29.373.151	29.975.542
POSLOVNI DOBITAK	19.774.726	19.571.816	20.881.906
Poslovni gubitak	-	-	-
Finansijski prihodi	7.001.762	7.508.781	8.143.194
Finansijski rashodi	12.466.791	3.253.464	10.324.630
Ostali prihodi	2.399.729	3.487.038	2.729.562
Ostali rashodi	6.144.505	4.020.180	5.181.389
DOBITAK IZ REDOVNOG POSLOVANJA PRE OPOREZIVANJA	10.564.921	23.293.991	16.248.643
Gubitak iz redovnog poslovanja pre oporezivanja	-	-	-
Neto dobitak poslovanja koje se obustavlja	-	-	-
Neto gubitak poslovanja koje se obustavlja	154.320	145.224	83.952
DOBITAK PRE OPOREZIVANJA	10.410.601	23.148.767	16.164.691
Gubitak pre oporezivanja	-	-	-
Porez na dobitak	-	-	-
Poreski rashod perioda	392.579	1.102.616	633.518
Odloženi poreski rashodi perioda	-	-	-
Odloženi poreski prihodi perioda	1.233.133	228.051	258.256
Isplaćena lična primanja poslodavcu	-	-	-
NETO DOBITAK	11.251.155	22.274.202	15.789.429
Neto gubitak	-	-	-
Neto dobitak koji pripada manjinskim ulagačima	-	-	-
Neto dobitak koji pripada vlasnicima matičnog pravnog lica	-	-	-
I. Zarada po akciji	-	-	-
1. Osnovna zarada po akciji	-	21	15
2. Umanjenja (razvodnjena) zarada po akciji	-	-	-

³⁵ Finansijski Izveštaji za 2010-2012. godinu u skladu sa računovodstvenim propisima RS, za preduzeće Telekom Srbija

6.3. Horizontalna i vertikalna analiza osnovnih finansijskih izveštaja

Horizontalna analiza bilansa stanja i bilansa uspeha obezbeđuje uporednu analizu promena bilansnih pozicija između tekuće i prethodne godine. Iskazuje se apsolutnim i relativnim brojevima i omogućava da se lako se uočava razlika između bilansnih pozicija.

Vertikalna analiza bilansa stanja i bilansa uspeha obezbeđuje analizu bilansnih pozicija sa stanovišta učešća grupa, podgrupa i pozicija u zbiru bilansa stanja ili bilansa uspeha.

6.3.1. Bilans stanja

AKTIVA	promena vrednosti u apsolutnim iznosima (000 din)			% promena vrednosti			% učešća bilansne pozicije u aktivu/pasivu		
	2012/2011	2011/2010	2010/2009	2012/2011	2011/2010	2010/2009	2012	2011	2010
STALNA IMOVINA	-7.696.120	-6.120.751	552.409	-4,45%	-3,42%	0,31%	81,65%	82,28%	85,30%
NEMATERIJALNA ULAGANJA	-11.333	-896.881	-1.175.596	-0,18%	-12,28%	-13,87%	3,16%	3,05%	3,48%
NEKRETNINE, POSTROJENJA, OPREMA I BIOLOŠKA SREDSTVA	-8.028.759	-6.342.381	-525.234	-7,72%	-5,75%	-0,47%	47,41%	49,47%	52,55%
DUGOROČNI FINANSIJSKI PLASMANI	343.972	1.118.511	2.253.239	0,55%	1,82%	3,81%	31,08%	29,76%	29,27%
Učešća u kapitalu	13.838	685.705	2.164.945	0,02%	1,14%	3,73%	30,09%	28,97%	28,68%
Ostali dugoročni finansijski plasmani	330.134	432.806	88.294	19,74%	34,92%	7,67%	0,99%	0,80%	0,59%
OBRtna IMOVINA	-1.359.484	6.157.531	-1.537.395	-3,78%	20,69%	-4,91%	17,08%	17,09%	14,18%
ZALIHE	-414.967	202.320	610.005	-6,24%	3,14%	10,45%	3,08%	3,16%	3,07%
STALNA SREDSTVA NAMENJENA PRODAJI	17.115	0	0	-	-	-	0,01%	0,00%	0,00%
KRATKOROČNA POTRAŽIVANJA, PLASMANI I GOTOVINA	-961.632	5.955.211	-2.147.400	-3,28%	25,54%	-8,43%	13,99%	13,93%	11,11%
Potraživanja	90.246	-14.112	-967.616	0,73%	-0,11%	-7,24%	6,16%	5,89%	5,90%
Potraživanja za više plaćen porez na dobitak	941.570	-330.190	310.926	-	-100,00%	1614,03%	0,47%	0,00%	0,16%
Kratkoročni finansijski plasmani	290.356	-606	128	23284,36%	-32,70%	7,42%	0,14%	0,00%	0,00%
Gotovinski ekvivalenti i gotovina	-3.156.270	6.069.151	-1.512.414	-22,51%	76,35%	-15,98%	5,37%	6,67%	3,79%
Porez na dodatu vrednost i AVR	872.466	230.968	21.576	30,35%	8,74%	0,82%	1,85%	1,37%	1,26%
ODLOŽENA PORESKA SREDSTVA	1.233.133	228.051	258.256	92,27%	20,57%	30,38%	1,27%	0,64%	0,53%
POSLOVNA IMOVINA	-7.822.471	264.831	-726.730	-3,72%	0,13%	-0,34%	100,00%	100,00%	100,00%
VANBILANSNA AKTIVA	307.926	-1.840.345	-2.598.225	8,84%	-34,58%	-32,81%	1,87%	1,66%	2,53%
KAPITAL	-30.997.069	8.708.747	9.124.814	-23,66%	7,12%	8,06%	49,41%	62,31%	58,24%
OSNOVNI KAPITAL	17.487.448	0	0	21,19%	0,00%	0,00%	49,41%	39,25%	39,30%
REZERVE	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,29%	0,28%	0,28%
NERASPOREDJENI DOBITAK	-31.982.007	8.708.747	9.124.814	-66,78%	22,23%	30,36%	7,86%	22,78%	18,66%
OTKUPLJENE SOPSTVENE AKCIJE	16.502.510	0	0	-	-	-	8,15%	0,00%	0,00%
DUGOROČNA REZERVISANJA I OBAVEZE	23.174.598	-8.443.916	-9.851.544	29,25%	-9,63%	-10,10%	50,59%	37,69%	41,76%
DUGOROČNA REZERVISANJA	156.837	-234.483	-218.341	9,71%	-12,68%	-10,56%	0,88%	0,77%	0,88%
DUGOROČNE OBAVEZE	29.341.347	-24.402.978	-7.604.205	169,44%	-58,49%	-15,42%	23,05%	8,24%	19,87%
Dugoročni krediti	29.341.495	-24.402.468	-7.603.752	169,47%	-58,50%	-15,42%	23,05%	8,24%	19,87%
Ostale dugoročne obaveze	-148	-510	-453	-4,57%	-13,61%	-10,78%	0,00%	0,00%	0,00%

KRATKOROČ NE OBAVEZE	-6.323.586	16.193.545	-2.028.998	-10,49%	36,72%	-4,40%	26,67%	28,68%	21,01%
Kratkoročne finansijske obaveze	1.591.900	6.969.386	-2.177.682	5,62%	32,61%	-9,25%	14,79%	13,48%	10,18%
Obaveze iz poslovanja prema dobavljačima	273.895	981.588	-1.223.954	4,13%	17,37%	-17,80%	3,41%	3,16%	2,69%
Ostale kratkoročne obaveze	-8.724.778	8.888.569	71.886	-91,12%	1295,04%	11,70%	0,42%	4,55%	0,33%
Obaveze po osnovu PDVa i ostalih javnih prihoda i PVR	626.006	-736.607	1.300.752	4,00%	-4,49%	8,62%	8,05%	7,45%	7,81%
Obaveze po osnovu poreza na dobitak	-90.609	90.609	0	-100,00%	-	-	0,00%	0,04%	0,00%
UKUPNA PASIVA	-7.822.471	264.831	-726.730	-3,72%	0,13%	-0,34%	100,00%	100,00%	100,00%
VANBILANSNA PASIVA	307.926	-1.840.345	-2.598.225	8,84%	-34,58%	-32,81%	1,87%	1,66%	2,53%

Stalna imovina kompanije Telekom Srbija u posmatranom trogodišnjem periodu čini najveći deo aktive bilansa stanja od učešća od 85% do 81,65%, respektivno od 2010. do 2012. godine. U pomenutom periodu došlo je smanjenja njenog učešća od 4,45% u 2012. godini (u apsolutnom iznosu 7.696.120 dinara), kao i u 2011. godini 3,42% (6.120.751 dinar), dok je u 2010. godini zabeležila rast od 0,31% (u apsolutnom iznosu 552.409 dinara). Posmatrano u strukturi stalne imovine najveće učešće ostvaruje telekomunikaciona oprema prosečno 62,58% , dugoročni finansijski plasmani prosečno 34,31% i nematerijalna ulaganja prosečno 4,08%.

Nematerijalna ulaganja čine softveri, licence i druga prava. Licence obuhvataju softverske licence, licence za proširenje kapaciteta i sl. za mobilnu telefoniju, licencu za CDMA i druge licence, unapred plaćeni dugoročni zakupi i ostala nematerijalna ulaganja. U strukturi ukupne aktive učestvuje respektivno po godinama sa 3,16%, 3,05% i 3,48%. Na ovoj bilansnoj poziciji došlo je do smanjenja, posmatrano po godinama za 0,18% u 2012, 12,28% u 2011. i 13,87% u 2010, što izraženo u apsolutnim iznosima predstavlja 11.333 dinara, 896.881 dinara i 1.175.596 dinara. Smanjenje vrednosti nematerijalnih ulaganja prouzrokovano je smanjenjem neotpisanih vrednosti licenci za mobilnu telefoniju i ostalih licenci.

Nekretnine, postrojenja i opremu kompanije Telekom Srbija čine zemljište, telekomunikacione linije, kablovska kanalizacija, stanovi, centrale, prenosivi uređaji, ostala oprema, ulaganja u tuđe nekretnine i opremu i sredstva u pripremi. U strukturi stalne imovine ova bilansna pozicija učestvuje sa 58,07% u 2012, 60,12% u 2011. i 61,61% u 2010. godini. U ukupnoj aktivi ova bilansna pozicija učestvuje sa 47,41% u 2012, 49,47% u 2011 i 52,55% u 2010. godini. Kompanija Telekom Srbija u svojoj imovini nema investicione nekretnine i biološka sredstva.

Dugoročni finansijski plasmani predstavljaju učešće u kapitalu i ostali finansijski plasmani. Prosečno učešće ove bilansne pozicije u ukupnoj aktivi za posmatrani period iznosi 30,78%. Posmatrano respektivno po godinama dugoročni finansijski plasmani beleže rast iz godine u godinu, odnosno u apsolutnom iznosu u 2012. godini od 62.913.327 dinara (rast 38,07%), u 2011. godini, 62.569.355 dinara (rast 36,17%) i u 2010. godini 61.450.844 dinara (rast 34,31%). Povećanje vrednosti dugoročnih finansijskih plasmana najvećim delom je rezultat povećanja učešća u kapitalu zavisnih pravnih lica u kojima kompanija Telekom Srbija ima većinsko vlasništvo.

Najveće učešće u strukturi dugoročnih finansijskih plasmana ima bilansna pozicija učešće u kapitalu (prosečno 97,37%). Kompanija Telekom Srbija kao većinski vlasnik ima učešće u kapitalu kod sledećih povezanih pravnih lica: Telekom Republike Srpske (65%), MTel Podgorica (51%), Telus Beograd (100%), Fibernet Podgorica (100%) i TS:NET Amsterdam (100%). Povećanje vrednosti učešća u kapitalu iz godine u godinu prouzrokovano je promenama stanja učešća u zavisnim preduzećima i izvršenim dokapitalizacijama.

Ostali finansijski plasmani obuhvataju gotovinu, kratkoročne depozite, date kredite, dugoročna potraživanja, dugoročna kamatosna potraživanja od zaposlenih po osnovu odobrenih zajmova za učešće u stambenom kreditu i kamati i ostali dugoročni finansijski plasmani i potraživanja od kupaca i ostala potraživanja. Ostali finansijski plasmani učestvuju prosečno sa 2,63% u dugoročnim finansijskim plasmanima i sa 0,81% prosečnog učešća u aktivi. Posmatrano iz godine u godinu ova bilansna pozicija bilansa stanja beleži prosečan rast od 0,96%.

Obrtna sredstva kompanije Telekom Srbija čine zalihe, kratkoročna potraživanja, plasmani i gotovina, kao i stalna sredstva namenjena prodaji i sredstva poslovanja koje se obustavljaju. Obrtna sredstva beleže rast u 2011. godini (20,69%) dok u 2012. godini beleže pad (3,78%). U strukturi obrtnih sredstva najveće učešće ostvaruju kratkoročna potraživanja plasmani i gotovina, sa prosečnim učešćem od 80,6%, a zalihe 19,4%.

Zalihe kompanije Telekom Srbije predstavljaju materijal, gorivo i mazivo, rezervni delovi, alat i inventar, otpaci, roba u skladištu i roba u maloprodaji. Zalihe kao bilansna pozicija imaju prosečno učešće u ukupnoj aktivi 3,1%. U 2011. godini vrednost zaliha se povećala za 3%, dok u 2012. godini beleže smanjenje od 6,2% (u apsolutnom iznosu 414.967 dinara).

Kratkoročna potraživanja, plasmani i gotovina predstavljaju potraživanja od kupaca u zemlji i inostranstvu, potraživanja od povezanih pravnih lica, potraživanja za više plaćen porez na dobitak, kratkoročni finansijski plasmani, gotovina i gotovinski plasmani, porez na dodatu vrednost i aktivna vremenska razgraničenja. Ova bilansna pozicija ima prosečno učešće u aktivi 13%. Najveće učešće u strukturi kratkoročnih potraživanja, plasmana i gotovine ostvaruju potraživanja sa prosečnim učešćem od 46,50% i gotovina i gotovinski ekvivalenti sa prosečnim učešćem od 40,11%. Potraživanja su zabeležila blagi pad u 2011. godini (0,11%) i blagi rast u 2012. godini (0,73%). Gotovina i gotovinski ekvivalenti su zabeležili značajan rast u 2011. godini od 76,35% odnosno u apsolutnom iznosu od 6.069.151 dinara. U 2012. godini zabeležili su pad od 22,51%, odnosno u apsolutnom iznosu od 3.156.270 dinara.

U strukturi kratkoročnih potraživanja, plasmana i gotovine učestvuju i bilansne pozicije potraživanja za više plaćen porez na dobitak sa prosečnim učešćem od 1,58% i kratkoročni finansijski plasmani sa prosečnim učešćem od 0,35%.

Kapital

Kapital kompanije Telekom Srbija učestvuje u strukturi bilansa stanja sa 49,41% u 2012. godini, dok je u 2011. godini učestvovao sa 62,31% i u 2010. godini sa 58,24%. Kapital

kompanije ukazuje da kompanija ima veliku vrednost na tržištu, kao i u odnosu na ostale telekomunikacione operatore na nacionalnom tržištu čija je vrednost kapitala nekoliko puta manja u odnosu na kapital Telekom Srbije. Kapital kompanije Vip je 16 puta manji od kapitala kompanije Telekom Srbije, dok je kapital kompanije Telenor 6,9 puta manji.

U strukturi kapitala kompanije Telekom Srbije najveće učešće ima osnovni kapital sa učešćem od 85,84%, rezerve sa 0,51% i neraspoređena dobit sa 13,66%.

Osnovni kapital kompanije predstavlja akcijski kapital s obzirom na to da je Telekom Srbija registrovano kao akcionarsko društvo. Ova bilansna pozicija u 2012. godini učestvuje sa 53,97 % u sopstvenim izvorima finansiranja kompanije dok je njeno prosečno učešće u ukupnoj pasivi 56,66% za posmatrani trogodišnji period. Osnovni kapital je u 2012. godini porastao za 21,19% odnosno u apsolutnom iznosu za 17.487.448 dinara.

Rezerve kompanije su rezultat obaveze kompanije da izdvaja obavezne rezerve i to minimum 5% od ostvarene dobiti nakon oporezivanja, a u skladu sa ranije važećim Zakonom o preduzećima. Rezerve su u posmatranom trogodišnjem periodu učestvovala sa prosečno sa 0,28% u ukupnoj pasivi. Neraspoređena dobit kompanije učestvuje prosečno u ukupnoj pasivi sa 16,43% u posmatranom trogodišnjem periodu. U 2012. godini došlo je do smanjenja ove bilansne pozicije za 33,22% što je u apsolutnom iznosu 31.982.007 dinara, a što je dovelo do smanjenja kapitala kompanije. Na smanjenje vrednosti kapitala u 2012. godini uticao je i otkup sopstvenih akcija u vrednosti od 16.502.510 dinara.

Dugoročna rezervisanja i obaveze

Dugoročna rezervisanja i obaveze u posmatranom trogodišnjem periodu prosečno učestvuju 43,34% u pasivi bilansa stanja. U 2012. godini nastalo je povećanje ove bilansne pozicije za 29,25%, odnosno u apsolutnom iznosu za 23.174.598 dinara, posmatrano u odnosu na 2011. godinu. Navedena promena vrednosti rezultat je povećanja dugoročnih obaveza kompanije od 169,44%. U strukturi dugoročnih rezervisanja i obaveza najveći deo čine kratkoročne obaveze sa učešćem od 52,71%, dugoročne obaveze sa učešćem od 45,56 % i dugoročna rezervisanja sa učešćem od 1,73%.

Dugoročna rezervisanja kompanije obuhvataju rezervisanja za dugoročna primanja zaposlenih, otpremnine, jubilarne nagrade i rezervisanja za sudske sporove. U ukupnoj pasivi učestvuju prosečno sa 0,88%. Na bilansnoj poziciji dugoročnih rezervisanja u 2012. godini ostvareno je povećanje što je posledica povećanja svih pozicija dugoročnog rezervisanja. Rezervisanja za sudske sporove su povećana za 3,43 % što je posledica povećanja sudskih sporova koje kompanija vodi sa kupcima zbog nenaplaćenih potraživanja.

Dugoročne obaveze u ukupnoj pasivi učestvovala su u 2012. godini sa 23,05%. Dugoročne obaveze kompanije čine krediti uzeti od banaka u zemlji i inostranstvu kao i robni krediti od dobavljača. U 2012. godini dugoročne obaveze su se povećale za 169,44 % u odnosu na 2011. Godinu zbog povećanja finansijskih kredita od banaka u zemlji i inostranstvu, dok su se kratkoročne obaveze smanjile za 10,49%.

Kratkoročne obaveze učestvuju u strukturi ukupne pasive u 2012. godini sa 26,67 %. U strukturi kratkoročnih obaveza najveće učešće ostvaruju kratkoročne finansijske obaveze sa 55,45 %, zatim obaveze po osnovu PDV-a i ostalih javnih prihoda i PVR sa 30,17%, obaveze iz poslovanja prema dobavljačima sa 12,80% i ostale kratkoročne obaveze sa 1,58%.

Kratkoročne obaveze smanjenje u 2012. godini od 10,49 % odnosno u apsolutnom iznosu od 6.323.586 dinara što je rezultat smanjenja obaveza iz poslovanja i ostalih kratkoročnih obaveza. Obaveze iz poslovanja su se povećale u 2012. godini za 4,13 % što u apsolutnom iznosu predstavlja 273.895 dinara i to najvećim delom zbog povećanja obaveza prema dobavljačima u inostranstvu (55,9%), kao i smanjenjem obaveza prema dobavljačima u zemlji (za 3,35%).

6.3.2. Bilans uspeha (u 000 dinara)

Horizontalana analiza

Vertikalna analiza

POZICIJA	2012	2011	2010	2012	2011	2010
PRIHODI I RASHODI IZ REDOVNOG POSLOVANJA						
POSLOVNI PRIHODI	1,41%	1,75%	0,80%	100%	100%	100%
Prihodi od prodaje	1,38%	1,86%	0,84%	99,45%	99,48%	99,38%
Prihodi od aktiviranja učinaka i robe	41,34%	-	-	0,05%	0,04%	0,00%
Ostali poslovni prihodi	4,54%	-21,02%	-5,06%	0,50%	0,48%	0,62%
POSLOVNI RASHODI	1,51%	4,33%	1,13%	78%	78%	76%
Nabavna vrednost predate robe	-39,08%	-81,05%	-23,28%	0,01%	0,01%	0,05%
Troškovi materijala	10,77%	13,50%	20,48%	7,53%	6,89%	6,18%
Troškovi zarada, naknada zarada i ostali lični rashodi	-13,35%	18,17%	-2,70%	14,64%	17,13%	14,75%
Troškovi amortizacije i rezervisanja	-1,66%	2,54%	0,62%	19,32%	19,92%	19,76%
Ostali poslovni rashodi	9,07%	-2,01%	0,29%	36,18%	33,64%	34,93%
POSLOVNI DOBITAK	1,04%	-6,27%	-0,21%	22%	22%	24%
Finansijski prihodi	-6,75%	-7,79%	1,47%	7,91%	8,60%	9,49%
Finansijski rashodi	283,19%	-68,49%	-6,80%	14,08%	3,73%	12,03%
Ostali prihodi	-31,18%	27,75%	-13,64%	2,71%	3,99%	3,18%
Ostali rashodi	52,84%	-22,41%	2,01%	6,94%	4,60%	6,04%
DOBITAK IZ REDOVNOG POSLOVANJA PRE OPOREZIVANJA	-54,65%	43,36%	1,84%	12%	27%	19%
Neto gubitak poslovanja koje se obustavlja	6,26%	72,98%	-	0,17%	0,17%	0,10%
DOBITAK PRE OPOREZIVANJA	-55,03%	43,21%	1,32%	12%	27%	19%
Poreski rashod perioda	-64,40%	74,05%	17,84%	0,44%	1,26%	0,74%
Odloženi poreski prihodi perioda	440,73%	-11,70%	95,80%	1,39%	0,26%	0,30%
NETO DOBITAK	-49,49%	41,07%	1,55%	13%	26%	18%

Ukupni prihodi kompanije u 2012. godini iznosili su 97.948.206 dinara i povećali su se za 0,37% u odnosu na 2011. godinu. U strukturi ukupnih prihoda u bilansu uspeha učestvuju poslovni prihodi, finansijski prihodi i ostali prihodi.

Poslovne prihode kompanije čine prihodi od pružanja usluga fiksne i mobilne telefonije, interneta, multimedijalnih sadržaja i ostalih usluga. Poslovni prihodi u 2012. godini iznose 88.546.715 dinara i povećali su se u odnosu na 2011. godinu za 1,41% što je u apsolutnom iznosu povećanje za 1.227.333 dinara. Prema strukturi poslovnih prihoda u bilansu uspeha razlikujemo prihode od prodaje koji učestvuju sa 99,45 %, prihode od aktiviranja učinaka i robe koji učestvuju sa 0,05 %, kao i ostale poslovne prihode koji učestvuju u ukupnim prihodima sa 0,5%.

Prihodi od prodaje u 2012. godini su ostvarili rast od 1,38% u odnosu na 2011. godinu, što je u apsolutnom iznosu 1.227.333 dinara. Najveće prihode od prodaje kompanija ostvaruje pružanjem usluga mobilne telefonije, fiksne telefonije, interneta, multimedijalnih i ostalih usluga. Kompanija je u 2012. godini ostvarila rast prihoda od prodaje usluga fiksne telefonije, internet usluga i multimedijalnih usluga dok je pad ostvarila od usluga mobilne telefonije. Najveći deo poslovnih prihoda kompanija ostvaruje pružanjem usluga na nacionalnom tržištu.

Ostali poslovni prihodi obuhvataju sredstva primljena bez naknade i zakupnine koje su se povećale u odnosu na 2011. godinu. Navedeno povećanje je uticalo da dođe do povećanja poslovnih prihoda kompanije za 0,5 % odnosno u apsolutnom iznosu za 19.211 dinara.

Finansijski prihodi kompanije čine prihodi od kamata, prihodi od dividende, pozitivne kursne razlike, prihodi po osnovu efekata valutne klauzule, kao i ostali finansijski prihodi. U strukturi ukupnih prihoda finansijski prihodi učestvuju sa 7,15%. U 2012. godini finansijski prihodi su smanjeni za 6,75% odnosno u apsolutnom iznosu za 507.019 dinara. Navedeno smanjenje je rezultat najvećim delom smanjenja prihoda od kamata (11,48%) i pozitivnih kursnih razlika (35,60%).

Ostali prihodi učestvuju u 2012. godini sa 2,71% u ukupnim prihodima kompanije. U posmatranoj godini ostali prihodi su smanjeni za 31,18% u odnosu na prethodnu godinu. Prema strukturi na smanjenje ostalih prihoda najviše su doprineli prihodi od ukidanja ispravke vrednosti, prihodi od naplaćenih troškova sudskog spora, dobici od prodaje materijala i otpadaka, prihodi od rezervisanja za dugoročna primanja zaposlenih i ostali prihodi.

Ukupni rashodi kompanije iznose u 2012. godini 87.383.285 dinara i povećali su se u odnosu na prethodnu godinu za 52,84% odnosno u apsolutnom iznosu za 2.124.325 dinara. Prema strukturi ukupnih rashoda u bilansu uspeha razlikujemo poslovne rashode, finansijske rashode i ostale rashode.

Poslovni rashodi kompanije čine troškovi zarada, naknade zarada i ostali lični rashodi, troškovi održavanja i materijala, troškovi amortizacije, troškovi operatera, troškovi zakupa, kao i ostali poslovni rashodi. Poslovni rashodi u strukturi ukupnih rashoda učestvuju sa 78,70%. U 2012. godini kompanija je ostvarila povećanje poslovnih rashoda za 1,51% što u

apsolutnom iznosu predstavlja 1.024.423 dinara. Na povećanje poslovnih rashoda najviše je uticalo povećanje troškova materijala za 10,77% u odnosu na prethodnu godinu.

Finansijski rashodi učestvuju u ukupnim rashodima sa 14,27% i obuhvataju rashode od kamate, negativne kursne razlike i rashodi po osnovu efekata valutnih klauzula. U 2012. godini kompanija je ostvarila povećanje finansijskih rashoda za 283,19% u odnosu na prethodnu godinu, što je u apsolutnom iznosu 9.213.327 dinara. Na povećanje rashoda najviše su uticale negativne kursne razlike (povećane u odnosu na prošlu godinu za 484,98 %, odnosno u apsolutnom iznosu od 4.972.574 dinara), kao i rashodi kamata na obaveze po kreditima u zemlji i u inostranstvu.

Ostali rashodi uključuju ispravku vrednosti i otpis potraživanja, ustupanje dobara bez naknade i donacije, gubitke po osnovu rashodovanja i prodaje nematerijalnih ulaganja i nekretnina, postrojenja i opreme, kao i ostale rashode. U strukturi ukupnih rashoda kompanije, ostali rashodi učestvuju sa 7,03%. U 2012. godini kompanija je ostvarila rast ostalih rashoda za 52,84% što je u apsolutnom iznosu 2.124.325 dinara.

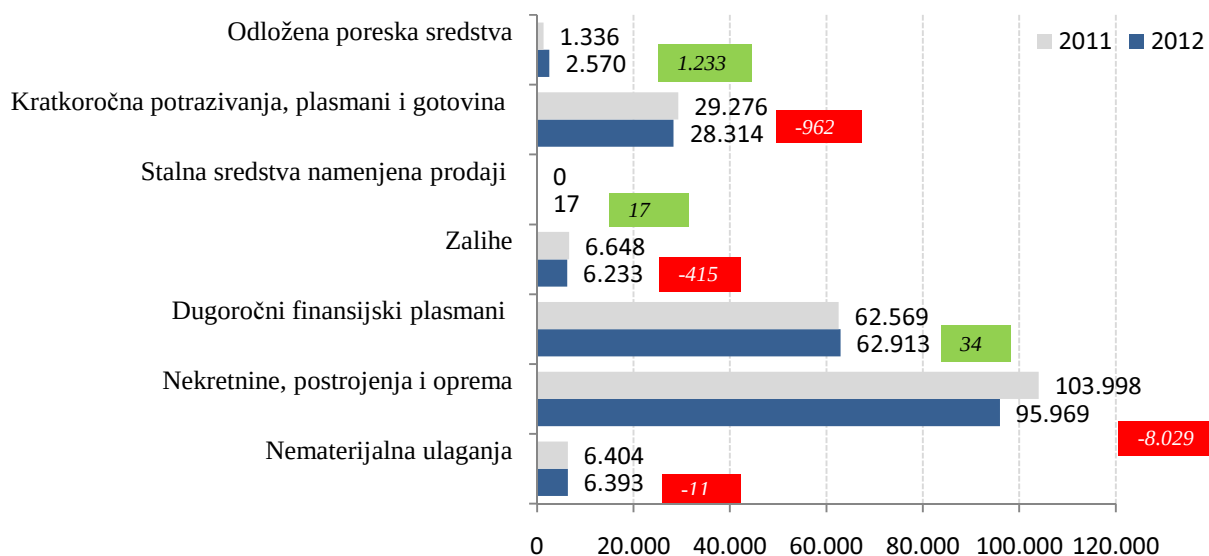
Poslovni dobitak kompanije u 2012. godini iznosio je 19.774.726 dinara što je za 1,04% više u odnosu na 2011. godinu. Dobit iz redovnog poslovanja pre oporezivanja (EBIT) predstavlja obračunsku kategoriju koja se dobija kada se poslovni dobitak uveća za finansijske i ostale prihode, a umanji za finansijske i ostale rashode. Beleži pad od 54,65% u 2012. godini u odnosu na prethodnu godinu iz razloga znatnog porasta negativnih kursnih razlika sadržanih u finansijskim rashodima.

Neto dobitak kompanije u 2012. godini iznosio je 11.251.155 dinara što je za 49,49% niže u odnosu na 2011. godinu. Najveći deo neto dobiti ostvaren je po osnovu pružanja usluga od fiksne i mobilne telefonije, a manjim delom od pružanja multimedijalnih usluga.

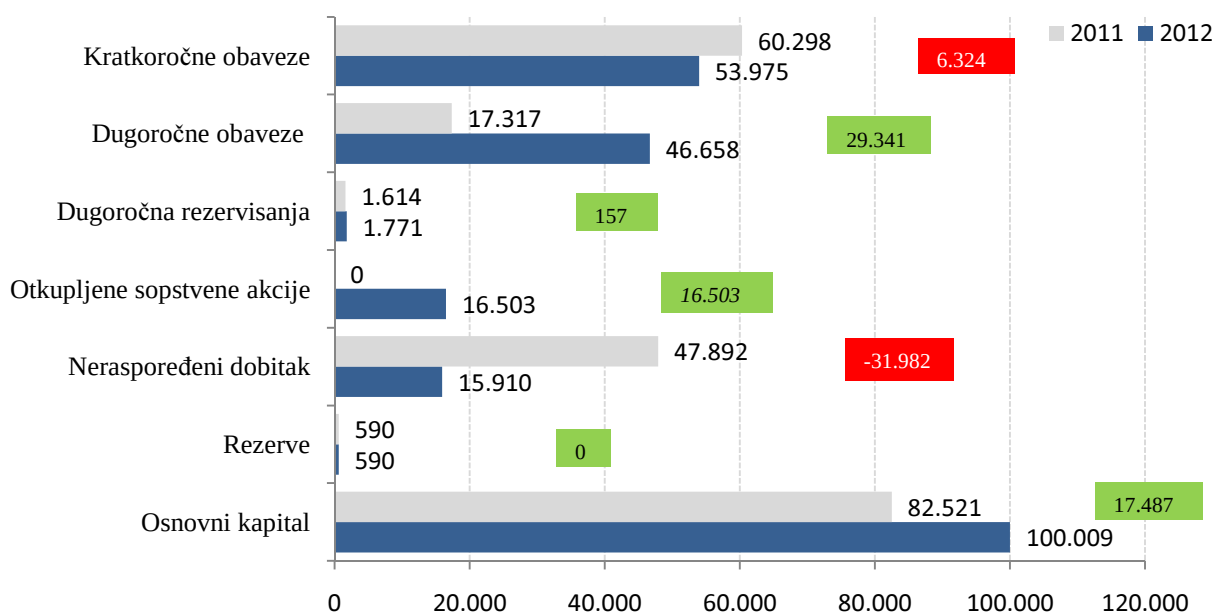
6.4. Grafička analiza osnovnih finansijskih izveštaja

Bilans Stanja (u mil. din)

Aktiva (u mil. din)	2012	2011	nominalni rast/pad	stopa rasta (%)
Nematerijalna ulaganja	6.393	6.404	-11	-0,2%
Nekretnine, postrojenja i oprema	95.969	103.998	-8.029	-7,7%
Dugoročni finansijski plasmani	62.913	62.569	344	0,5%
Zalihe	6.233	6.648	-415	-6,2%
Stalna sredstva namenjena prodaji	17	0	17	-
Kratkoročna potraživanja, plasmani i gotovina	28.314	29.276	-962	-3,3%
Odložena poreska sredstva	2.570	1.336	1.233	92,3%

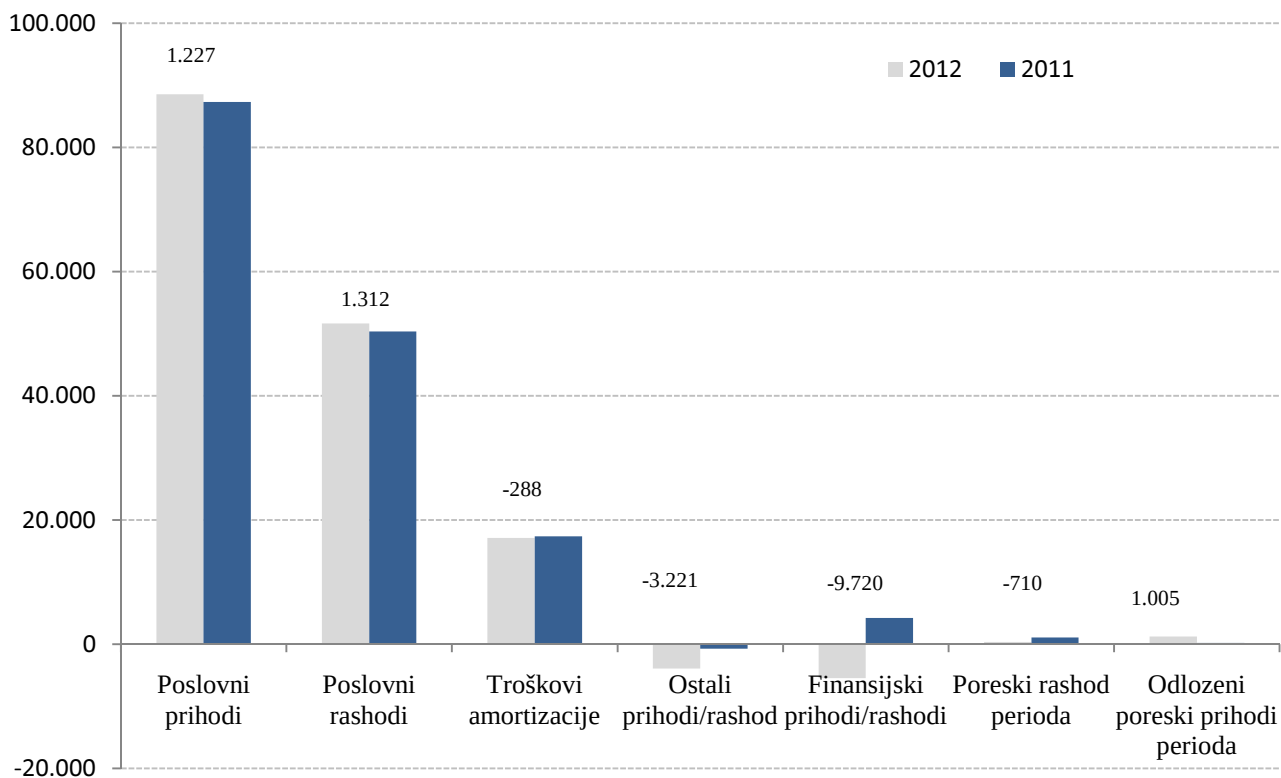


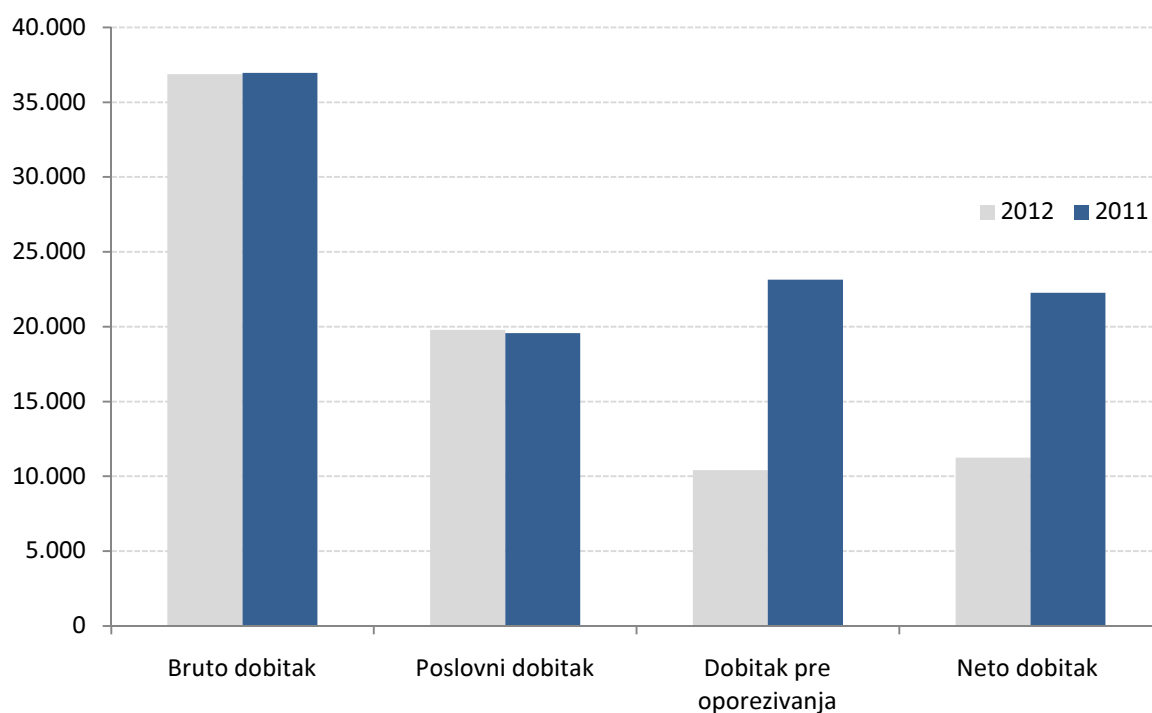
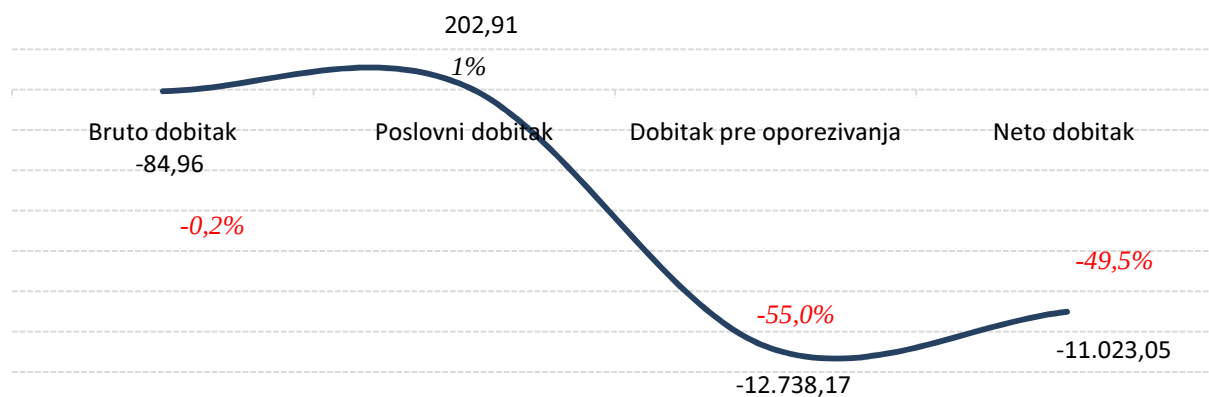
Pasiva (u mil. din)	2012	2011	nominalni rast/pad	stopa rasta (%)
Osnovni kapital	100.009	82.521	17.487	21,2%
Rezerve	590	590	0	0,0%
Neraspoređeni dobitak	15.910	47.892	-31.982	-66,8%
Otkupljene sopstvene akcije	16.503	0	16.503	-
Dugoročna rezervisanja	1.771	1.614	157	9,7%
Dugoročne obaveze	46.658	17.317	29.341	169,4%
Kratkoročne obaveze	53.975	60.298	-6.324	-10,5%



Bilans Uspeha

Bilans Uspeha (u mil. din)	2012	2011	nominalni rast/pad	2012/2011
Poslovni prihodi	88.547	87.319	1.227	1,4%
Poslovni rashodi	51.667	50.355	1.312	2,6%
Bruto dobitak	36.880	36.965	-85	-0,2%
Troškovi amortizacije	17.105	17.393	-288	-1,7%
Poslovni dobitak	19.775	19.572	203	1,0%
Ostali prihodi/rashod	-3.899	-678	-3.221	474,8%
Finansijski prihodi/rashodi	-5.465	4.255	-9.720	-228,4%
Dobitak pre oporezivanja	10.411	23.149	-12.738	-55,0%
Poreski rashod perioda	393	1.103	-710	-64,4%
Odloženi poreski prihodi perioda	1.233	228	1.005	440,7%
Neto dobitak	11.251	22.274	-11.023	-49,5%





6.5. Racio analiza finansijskih izveštaja

6.5.1. Analiza likvidnosti

Likvidnost kompanije predstavlja sposobnost preduzeća da izmiri svoje obaveze u svakom trenutku njihovog dospeća.

Prilikom analize likvidnosti razlikujemo statičku i dinamičku metodu analize likvidnosti.

Statička analiza likvidnosti ćemo posmatrati preko:

- racia tekuće (opšte) likvidnosti i
- racio redukovane likvidnosti

1	Pokazatelji likvidnosti	2012	2011	2010
Statičke metode				
1.	Racio tekuće (opšte) likvidnosti	0,64	0,60	0,67
2.	Racio redukovane likvidnosti (Acid test)	0,52	0,49	0,53
Dinamička metoda				
3.	Racio novčane likvidnosti	0,20	0,23	0,18

Racio tekuće likvidnosti stavlja u odnos obrtnu imovinu i kratkoročne obaveze. U praksi se smatra da je normalna vrednost odnosa obrtnih sredstava i kratkoročnih obaveza treba da bude 2:1 da bi se obezbedila opšta likvidnost kompanije. Likvidnost kompanije Telekom Srbija je loša jer u 2012. godini na jedan dinar kratkoročnih obaveza dolazi 0,64 dinara obrtne imovine, dok je u 2011. godini na jedan dinar kratkoročnih obaveza dolazio 0,6 dinara obrtne imovine. U 2012. godini obrtna imovina beleži pad u odnosu na 2011. godinu za 3,78% što je u apsolutnom iznosu 1.359.484 dinara i to najvećim delom zbog pada gotovine i novčanih ekvivalenata i potraživanja.

Racio redukovane likvidnosti (Acid test) je strožiji test likvidnosti koji dovodi u vezu kratkoročna potraživanja i plasmane, gotovinu i gotovinske ekvivalente sa kratkoročnim obavezama i ovaj pokazatelj treba da iznosi najmanje 1:1. Vrednost ovog racia u 2012. godini iznosi 0,52 što znači da na jedan dinar kratkoročnih obaveza dolazi 0,52 dinara likvidne imovine. U 2011. godini ovaj racio iznosi 0,49 što znači da je na jedan dinar kratkoročnih obaveza dolazilo 0,49 dinara likvidne imovine. U 2012. godina likvidna imovina se smanjila za 3,23 % odnosno u apsolutnom iznosu za 944.517 dinara, najviše iz razloga smanjenja gotovine i novčanih ekvivalenata.

Da bi se u potpunosti sagledala likvidnost preduzeća neophodna je i dinamička analiza, odnosno analiza novčane likvidnosti kompanije. Dinamička analiza se bazira na analizi usklađenosti priliva i odliva gotovine iz kompanije, kroz izračunavanje vrednosti racia likvidnosti na bazi neto novčanog toka (NNT) iz poslovanja. U teoriji normalnim odnosom gotovine i kratkoročnih obaveza, odnosno da bi se obezbedila novčana likvidnost kompanije ovaj racio treba da ima vrednost veću od 0,5. Pokazatelj novčane likvidnosti za kompaniju Telekom Srbija u 2012. godini iznosi 0,20 što znači da na jedan dinar kratkoročnih obaveza dolazi 0,20 dinara gotovine, dok je u 2011. godini na jedan dinar kratkoročnih obaveza dolazilo 0,23 dinara gotovine i novčanih ekvivalenata. Gotovina i novčani ekvivalenti su se u 2012. godini smanjili za 22,51% što u apsolutnom iznosu iznosi 3.156.270 dinara što je u najvećoj meri i dovelo do smanjenja obrtne imovine.

Na osnovu urađene finansijske analize možemo zaključiti da pokazatelji likvidnosti ukazuje na lošiju finansijsku strukturu preduzeća i da se uočava pogoršanje likvidnosti kompanije u 2012. godini u odnosu na prethodnu godinu.

6.5.2. Analiza solventnosti

Solventnost preduzeća predstavlja sposobnost preduzeća da u roku izmiruje troškove kamata i vrši otplate dugoročnih obaveza.

Pokazatelji solventnosti		2012	2011	2010
1.	Racio pokrića stalne imovine	0,61	0,76	0,68
2.	Racio pokrića realne imovine	1,18	1,17	1,13
3.	Racio zaduženosti	1,56	1,07	1,08
4.	Racio pokrića obaveza NNT iz poslovanja	0,19	0,26	0,23

Orientaciona normalna vrednost racia pokrića stalne imovine iznosi 1. U kompaniji Telekom Srbija ovaj racio u 2012. godini iznosi 0,61 što pokazuje da stalna imovina nije finansirana samo sopstvenim kapitalom.

Međutim, za testiranje dugoročne finansijske ravnoteže zadužen je pokazatelj pokrića realne imovine koji pokazuje dozvoljenu upotrebu dugoročnih izvora finansiranja ne samo za finansiranje stalne imovine već i minimalnog stanja zaliha. Orientaciona normalna vrednost ovog racia iznosi 1. U 2012. godini kao i u prethodnim posmatranim godinama kompanija je ostvarila vrednost ovog racia iznad 1 što ukazuje da je stalna imovina finansirana iz dugoročnih izvora.

Osnovno pravilo ova dva racia je da će preduzeće imati veću dugoročnu finansijsku strukturu ukoliko ostvaruje više NOK.

Normalna vrednost racia zaduženosti je 1. Osnovno pravilo ovog racia je što je manja vrednost racia, preduzeće ostvaruje veću solventnost. Kompanija Telekom Srbija u 2012. godini je ostvarila vrednost ovog racia 1,56 što navodi na zaključak da se preduzeće nalazi u situaciji značajne zaduženosti. Racio zaduženosti u protekle 3 godine stalno raste što je posledica kreditne zaduženosti u cilju otplate 20% akcija od manjinskog akcionara OTE-a. Navedena transakcija finansirana je iz eksternih izvora što je uticalo na povećanje nivoa zaduženosti kompanije.

Međutim, da bi smo došli do određenog zaključka neophodno je da se sagleda efikasnost upravljanja ukupnom imovinom i kapitalom, kao i profitabilnost preduzeća.

Normalna vrednost racia pokrića obaveza NNT iz poslovanja iznosi 0,20. Neto novčani tok iz poslovnih aktivnosti ima pad u 2012. godini zbog čega vrednost ovog racia iznosi 0,19. U 2011. godini ovaj racio ima mali rast u odnosu na 2010. godinu.

Možemo zaključiti da je kompanija Telekom Srbija uspevala u 2010. i 2011. godini da obezbedi pokriće prosečnih kratkoročnih obaveza oslobođenim viškom gotovine iz poslovanja, dok u 2012. godini to nije uspela.

6.5.3. Analiza efikasnosti upravljanja imovinom i analiza obrta

Obrt ukupne imovine i vlasničkog kapitala predstavlja multiplikator profitabilnosti preduzeća jer sa povećanjem obrta imovine i sposobnosti preduzeća da generiše prihode ostvaruje se veća profitabilnost preduzeća.

Pokazatelji efikasnosti upravljanja imovinom

	Pokazatelji efikasnosti upravljanja imovinom	2012	2011	2010
1.	Racio obrta poslovne imovine	0,50	0,48	0,46
2.	Racio obrta fiksne imovine	0,52	0,50	0,48
3.	Racio obrta kapitala	0,77	0,69	0,73
4.	Racio obrta zaliha	13,75	13,34	13,98

Racio obrta poslovne imovine je najopštiji pokazatelj efikasnosti upravljanja imovinom preduzeća je racio obrta poslovne imovine. Poželjno je da ovaj racio bude što veći i to veći od 1. U kompaniji Telekom Srbija U 2012. godini ovaj racio iznosi 0,5 što je loš rezultat koji pokazuje da na dinar prosečnih poslovnih sredstava dolazi 0,5 dinara prihoda od prodaje u posmatranom periodu. Dobro je da ovaj racio obrta poslovne imovine ima tendenciju rasta iz godine u godinu, što je rezultat rasta prihoda od prodaje.

Racio obrta fiksne imovine je pokazatelj efikasnosti dugoročnih ulaganja u nekretnine postrojenja i opremu. Poželjno je da ovaj racio ima što veću vrednost i da bude veći od 1. U kompaniji Telekom Srbija vrednost ovog racia iznosi u 2012. godini 0,52 i pokazuje da na dinar prosečnih fiksnih (stalnih) sredstava dolazi 0,52 dinara prihoda od prodaje. Vrednost ovog racia je skoro duplo manja od poželjne ali razloge niske vrednosti navedenog racia je rezultat visoke vrednosti stalne imovine kompanije, što je vezano i za delatnost kojom se kompanija bavi. Pozitivno je što racio beleži blagi rast iz godine u godinu u posmatranom periodu.

Racio obrta vlasničkog kapitala pokazuje efikasnost upotrebe vlasničkog kapitala u ostvarivanju prihoda. Ovaj racio pokazuje da je svaki dinar prosečno angažovanog vlasničkog kapitala produkovao 0,77 dinara prihoda od prodaje u 2012. godini. Zbog dejstva efekta finansijskog leveridža racio obrta vlasničkog kapitala je uvek veći od racia obrta poslovne imovine. U 2012. godini racio obrta vlasničkog kapitala iznosi 0,77 dok vrednost racio obrta poslovne imovine iznosi 0,50.

Koeficijent obrta kupaca pokazuje koliko se puta u proseku, naplaćuju potraživanja u toku godine.

		2012	2011	2010
1.	Koeficijent obrta kupaca	7,09	7,01	6,62
1.1	Prosečan saldo kupaca	12.426.308,00	12.388.241,00	12.879.105,00
1.2	Prosečan period naplate	51,51	52,06	55,12

U kompaniji Telekom Srbija u 2012. godini period naplate potraživanja iznosio je prosečno 52 dana. To znači da je Telekom Srbija u 2012. godini prosečno 7 puta prodala robu i usluge i naplatila potraživanja od kupaca. Treba napomenuti da kompanija Telekom Srbija treba da unapredi politiku naplate potraživanja posebno uzimajući u obzir veliki broj sudskih sporova koje kompanija vodi. Sa druge strane, u posmatranom periodu kompanija ostvaruje tendenciju pada prosečnog perioda naplate iz godine u godinu.

Koeficijent obrta obaveza prema dobavljačima pokazuje koliko puta se prosečno godišnje plaćaju obaveze prema dobavljačima.

		2012	2011	2010
1	Koeficijent obrta dobavljača	5,72	5,76	5,64
1.1	Prosečan saldo dobavljača	6.770.729,50	6.142.988,00	6.264.171,00
1.2	Prosečan period isplate	63,85	63,35	64,74

U toku 2012. godine u kompaniji Telekom Srbija prosečan period plaćanja obaveza prema dobavljačima iznosio je prosečno 64 dana. To znači da je Telekom Srbija u 2012. godini prosečno 5,72 puta nabavila robu i usluge od dobavljača.

Zalihe su izuzetno značajan deo obrtnih i dobro upravljanje zalihama znači njihov što brži obrt, a brži obrt znači pretvaranje zaliha u gotovinu.

		2012	2011	2010
1	Koeficijent obrta robe	6,01	5,41	5,75
1.1	Prosečan saldo zaliha robe	6.440.558,50	6.546.882,00	6.140.719,50
1.2	Broj potrebnih dana	60,74	67,51	63,47

U 2012. godini obrt zaliha iznosio je 6 puta dok je potreban broj dana za pretvaranje zaliha u gotovinu iznosio 61, što je značajno za telekomunikacionu kompaniju i ukazuje na potrebu za unapređenjem politike upravljanja zalihama.

		2012	2011	2010
1	Koeficijent obrta obrtnih sredstava	1,95	2,06	2,13
1.1	Prosečan saldo obrtnih sredstava	35.244.271,00	32.845.247,50	30.535.179,50
1.2	Broj potrebnih dana	187,06	176,96	171,64

Poželjno je da koeficijent obrta obrtnih sredstava bude veći od 1. U 2012. godini u kompaniji Telekom Srbija u 2012. godini ovaj koeficijent iznosio je 1,95, što znači da na dinar prosečnih obrtnih sredstava dolazi 1,95 dinara ukupnih poslovnih rashoda. U posmatranom periodu ovaj koeficijent ima tendenciju pada i to iz razloga smanjenja obrtne imovine, odnosno gotovine.

6.5.4. Analiza profitabilnosti i rentabilnosti

Stope bruto i neto poslovnog dobitka se utvrđuju isključivo na osnovu podataka iz bilansa uspeha. Stope pokazuju koliko preduzeće ostvaruje bruto ili neto poslovnog dobitka na svakih 100 dinara ostvarenog prihoda. Odnosno dobijena stopa pokazuje učešće bruto odnosno neto dobitka u poslovnim prihodima. Kompanija će ostvariti veću profitabilnost prihoda ukoliko ostvaruje veću stopu i obrnuto. Kompanija Telekom Srbija beleži pad stope i bruto i neto poslovnog dobitka u posmatranim godinama.

	Pokazatelji profitabilnosti	2012	2011	2010
1.	Stopa bruto poslovnog dobitka	41,65	42,33	44,10
2.	Stopa neto poslovnog dobitka	22,33	22,41	24,33
3.	Racio neto profitne marže	12,71	25,51	18,40

Stopa prinosa na imovinu (*Return on assets ROA*) posmatra profitabilnost preduzeća kroz odnos između vlasničkog i pozajmljenog kapitala, odnosno obaveza preduzeća i pokazuje koliko je dinara prinosa, u vidu poslovnog dobitka ostvarilo preduzeće na svakih 100 dinara angažovanih sopstvenih sredstava. Procentualno iskazano kompanija Telekom Srbija je u 2012. godini ostvarilo 5,52 % ukamaćenja ukupnog kapitala.

	Pokazatelji rentabilnosti imovine i kapitala	2012	2011	2010
1.	Stopa prinosa na ukupnu imovinu (ROA)	5,52%	10,67%	7,55%
	Prosečna poslovna sredstva	203.751.355,50	208.763.308,50	209.222.309,00
2.	Stopa prinosa na vlasnički kapital (ROE)	9,74%	17,59%	13,41%
	Prosečan sopstveni kapital	115.504.351,50	126.648.512,50	117.731.732,00

Stopa prinosa na vlasnički (sopstveni) kapital (*Return on equity ROE*) meri stepen oplodnje uložene vrednosti akcijskog kapitala i vrednosti kapitala i pokazuje koliko je dinara prinosa u vidu neto dobitka ostvarilo preduzeće na svakih 100 dinara prosečno angažovanih sopstvenih sredstava. Procentualno iskazano kompanija Telekom Srbija je u 2012. godini ostvarilo 9,74 % ukamaćenja sopstvenog kapitala. Maksimiziranje vrednosti ROA se ostvaruje povećanjem neto dobitka i povećanjem koeficijenta obrta sopstvenih sredstava.

6.5.5. Du Pont analiza

Du Pont sistem analize predstavlja dublju analizu profitabilnosti preduzeća radi sagledavanja mogućnosti ostvarivanja većih prihoda od prodaje, kao i mogućnosti efikasnijeg upravlja imovinom i kapitalom, u kojem se racio brojevi posmatraju kao sastavni delovi jedne celine.

Stopa prinosa na sopstvena sredstva se sastoji iz proizvoda stope prinosa na ukupna sredstva, multiplikatora sopstvenog kapitala i koeficijenta strukture kapitala.

Stopa prinosa na ukupna sredstva (ROA)	2012	2011	2010
1. Neto dobitak	11.251.155	22.274.202	15.789.429
2. Prihodi od prodaje	88.058.336	86.863.661	85.280.888
3. <i>Stopa neto dobitka (1/2)</i>	<i>0,128</i>	<i>0,256</i>	<i>0,185</i>
4. Prosečna ukupna sredstva	206.320.980	210.099.800	210.330.749
5. <i>Koeficijent obrta ukupnih sredstava (1/4)</i>	<i>0,055</i>	<i>0,106</i>	<i>0,075</i>
<i>Stopa prinosa na ukupna sredstva (3*5)</i>	<i>0,007</i>	<i>0,027</i>	<i>0,014</i>

Stopa prinosa na ukupna sredstva predstavlja proizvod stope neto dobitka i koeficijenta obrta ukupnih sredstava. Veća stopa prinosa ukupna sredstva će se postići sa povećanjem stope neto dobitka ili sa povećanjem koeficijenta obrta ukupnih sredstava. Pokazuje koliko dinara neto dobitka je ostvarilo preduzeće na svakih 100 dinara angažovanih ukupnih sredstava. Stopa prinosa na ukupna sredstva u 2012. godini je iznosila 0,7% dok je u 2011. godini iznosila 2,7% i u 2010. godini 1,4%. Stopa prinosa na ukupna sredstva su je naglo opala u 2012 godini zbog pada neto dobitka.

Multiplikator sopstvenog kapitala	2012	2011	2010
1. Neto dobitak	11.251.155	22.274.202	15.789.429
2. Neto kamate posle poreza	-2.871.241	-376.832	9.292.167
<i>Multiplikator sopstvenog kapitala (1/(1+2))</i>	<i>1,343</i>	<i>1,017</i>	<i>0,630</i>

Multiplikator sopstvenog kapitala predstavlja količnik neto dobitka kompanije i neto dobitka uvećanim za neto kamatu . Pokazuje akcionarima i kreditorima koliko dinara neto dobitka ostaje kao potencijalni prinos u odnosu na ukupan prinos. Uzima u obzir ceo neto dobitak jer akcionari na njega imaju pravo i ukoliko se ostvaruje visok iznos ovog multiplikatora to znači da akcionari primaju značajan iznos prinosa. Ovaj pokazatelj pokazuje da na svaki dinar neto dobitka uvećanog za neto kamate posle poreza prosečno u 2012. godini ostvaruje 1,34 dinara neto dobitka, odnosno koliko bi neto dobit bila veća da se kompanija nije kreditno zadužila.

Koeficijent finansijske strukture kapitala	2012	2011	2010
1. Prosečna poslovna imovina	203.751.356	208.763.309	209.222.309
2. Prosečni sopstveni kapital	115.504.352	126.648.513	117.731.732
<i>Koeficijent finansijske strukture</i>	<i>1,764</i>	<i>1,648</i>	<i>1,777</i>

Koeficijent finansijske strukture pokazuje zaduženost kompanije i meri u kome stepenu se kompanija oslanja na pozajmljene izvore finansiranja. Kompanija Telekom Srbija

u 2012. godini od svakih 1,76 dinara prosečnih ukupnih poslovnih sredstava 1 dinar je finansiralo iz sopstvenih izvora, odnosno relativno iskazano prosečna ukupna poslovna sredstva iznose 176% u odnosu na prosečan sopstveni kapital.

Proširen DuPont model

Stopa prinosa na sopstvena sredstva	2012	2011	2010
1. Stopa prinosa na ukupna sredstva	0,007	0,027	0,014
2. Multiplikator sopstvenog kapitala	1,343	1,017	0,630
3. Koeficijent finansijske strukture	1,764	1,648	1,777
<i>Stopa prinosa na sopstvena sredstva (1x2x3)</i>	<i>0,017</i>	<i>0,046</i>	<i>0,016</i>

Kompanija Telekom Srbija je u 2012. godini ostvarila znatno nižu stopu prinosa na sopstvena sredstva u odnosu na 2011. godinu. Možemo zaključiti da efikasno upravljanje neto poslovnim dobitkom (upravljanje troškovima), ubrzanjem koeficijenta obrta poslovne imovine direktno dovodi do rasta stope prinosa na sopstveni kapital. Zaduživanje preduzeća opravdano do trenutka kada preduzeće ostvaruje jednak prinos na ukupnu imovinu i troškove pozajmljenog kapitala.

6.6. BEX model – Business Excellence indeks

Za procenu poslovnih rezultata postoje brojni modeli i analize i uvek je problem odabrati jedan ili više pokazatelja za analizu postignutih poslovnih rezultata. Jedan od modela je BEX model koji je primarno izgrađen za procenu poslovne uspešnosti preduzeća na tržištu kapitala u Hrvatskoj ali je njegova primena moguća i na svim sličnim tržištima kapitala.³⁶ BEX model je pronađen 2008. godine sa ciljem da se razvije model za procenu poslovne uspešnosti kompanije baziranu na finansijskim indikatorima koji su lako dostupni eksternim korisnicima. Testiran je i na uzroku preduzeća koja se ne kotiraju na tržištu kapitala a model je pokazao da je moguća primena za merenje poslovne uspešnosti i takvih preduzeća uz određene korekcije.

BEX indeks meri poslovnu uspešnost kroz dve dimenzije:

1. Trenutna poslovna uspešnost („*lagging*“ dimenzija)
2. Očekivana poslovna uspešnost („*leading*“ dimenzija)

Prednosti BEX modela su što ne zavisi od pokazatelja sa tržišta kapitala i može se primeniti na kompanije koje se ne kotiraju na tržištu kapitala, omogućava procenu poslovne uspešnosti kao i prognoziranje poslovne uspešnosti na osnovu zadatih parametara i sadrži nove pokazatelje finansijske snage kompanije koji do sada nisu korišćeni.

BEX model se sastoji od četiri pokazatelja i njihovim ponderima što se iskazuje na sledeći način:

³⁶ Journal of applied sciences Singidunum, Models for the evaluation of business excellence in capital market of Bosnia and Herzegovina, Almir Alihodžić, Jasmina Džafić

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

Pokazatelji BEX modela obuhvataju sledeće parametre:

1. Profitabilnost

$$ex_1 = \frac{EBIT}{Ukupna\ aktivna}$$

U 2012. godini kompanija Telekom Srbija ostvarila je $ex_1 = 0,1822$

Pokazatelj ex_1 je pokazatelj poslovne uspešnosti meren odnosom zarade i kapitala merenog ukupnom aktivom. Za ovaj pokazatelj kažemo da je "tromi" pokazatelj i nema veliki uticaj na konačnu visinu BEX indeksa.

2. Stvaranje vrednosti

$$ex_2 = \frac{\text{Neto poslovna dobit}}{\text{Vlasnički kapital} \times \text{Cena kapitala}}$$

U 2012. godini kompanija Telekom Srbija ostvarila je $ex_2 = 2,8125$

Pokazatelj ex_2 je pokazatelj poslovne uspešnosti koji se zasniva na profitu tj. neto poslovnoj dobiti čime se izbegava uticaj vanrednih događaja na rezultat poslovanja kompanije. Cena kapitala se dobija kao proizvod vlasničkog kapitala (upisani kapital uvećan za dobitke i rezerve) i cene kapitala koju bi vlasnici mogli ostvariti iz alternativnih, nerizičnih ulaganja. Za potrebe BEX modela cena kapitala se aproksimira stopom kamate na vezanu štednju u bankama (4%)³⁷. Ukoliko je pokazatelj ex_2 veći od 1 možemo zaključiti da kompanija ostvaruje vrednost, a u slučaju da je manja od 1 zaključujemo da kompanija „jede“ svoju supstancu³⁸.

3. Likvidnost

$$ex_3 = \frac{\text{Working capital}}{\text{Ukupna aktivna}}$$

U 2012. godini kompanija Telekom Srbija ostvarila je $ex_3 = -0,096$

Za merenje likvidnosti pokazatelj ex_3 uzima u odnos *working capital* (radni kapital) i ukupnu aktivu, pri čemu *working capital* (radni kapital) predstavlja razliku tekuće aktive i tekućih obaveza.

4. Finansijska snaga

$$ex_4 = \frac{5(\text{Dobit} + \text{amortizacija i depresijacija})}{\text{Ukupne obaveze}}$$

U 2012. godini kompanija Telekom Srbija ostvarila je $ex_4 = 0,9066$

³⁷ Računovodstvo novčanih tijekova, Doc. Dr.sc Željana Aljinović Barać, str. 5
http://nemir.weebly.com/uploads/8/4/0/9/8409633/14758_tema_10.pdf

³⁸ Journal of applied sciences Singidunum, Models for the evaluation of business excellence in capital market of Bosnia and Herzegovina, Almir Alihodžić, Jasmina Džafić, str. 11

Pokazatelj finansijske snage se bazira na odnosu dobiti uvećanoj za amortizaciju i depresijaciju i pokriva svih obaveza tom dobiti. U modelu maksimalna vrednost ovog pokazatelja je ograničena na 10 jer je istraživanje pokazalo da skraćivanje vremena za pokriće obaveza iz dobiti na manje od 6 meseci ne utiče bitno na uspešnost poslovanja.

Na osnovu dobijenih vrednosti pokazatelja poslovanja u 2012. godini, vrednost BEX modela za kompaniju Telekom Srbija iznosi:

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

$$BEX = 1,9709$$

Generalno možemo zaključiti da se pomoću BEX indeksa uspešnost poslovanja kompanije ocenjuje na osnovu sledećih vrednosti:

- BEX indeks veći od 1 podrazumeva da kompanija uspešno posluje
- BEX indeks između 0 i 1 podrazumeva da su kompaniji potrebna unapređenja
- BEX indeks manji od 0 podrazumeva da je kompaniji ugrožena egzistencija.

Prognoze za uspešnost poslovanja kompanije možemo detaljnije rangirati na sledeći način³⁹:

Business Excellence Index (BEX)	Rang poslovne uspešnosti	Prognoza za budućnost
veći od 6,01 (4god. uzastopno)	svetska klasa	Preduzeće posluje sa vrhunskih rezultatima što se može očekivati i u sledeće 4 godine, ako menadžment nastavi sa unapređenjima
veći od 6,01	kandidat za svetsku klasu	Preduzeće posluje izvrsno što se može očekivati i u sledeće 3 godine, ako menadžment nastavi sa unapređenjima
4,01 - 6,00	izvrsno	Preduzeće posluje izvrsno što se može očekivati i u sledeće 3 godine, ako menadžment nastavi sa unapređenjima
2,01 - 4,00	vrlo dobro	Preduzeće posluje vrlo dobro što se može očekivati i u sledeće 2 godine, ako menadžment nastavi sa unapređenjima
1,01 - 2,00	dobro	Preduzeće posluje dobro ali se poboljšanje može očekivati samo ako se pristupi unapređenjima
0,00 - 1,00	granično područje između dobrog i lošeg	Poslovna uspešnost je pozitivna, ali nije zadovoljavajuća. Potrebno je pristupiti ozbiljnim unapređenjima.
manji od 0,00 (negativan)	loše	Ugrožena je egzistencija. Potrebno je hitno pristupiti restrukturiranju i unapređenjima, inače će se loše poslovanje nastaviti pa postoji opasnost od propasti (verovatnoća je 90%)

³⁹ Journal of applied sciences Singidunum, Models for the evaluation of business excellence in capital market of Bosnia and Herzegovina, Almir Alihodžić, Jasmina Džafić, str. 12

Kako je kompanija Telekom Srbija ostvarila vrednost BEX modela 1,9709 možemo zaključiti da kompanija uspešno posluje i da su prognoze dalje uspešnosti kompanije vrlo dobre u narednom periodu od 2 godine, ali menadžment mora da nastavi sa daljim unapređenjem poslovanja kompanije.

6.7. Komparativna analiza poslovnih rezultata kompanije Telekom Srbija i telekomunikacionih kompanija na tržištu Republike Srbije

Poređenje ostvarenih poslovnih rezultata telekomunikacionih kompanija na tržištu Republike Srbije tokom 2012. godine, izvršićemo poređenjem kompanije Telekom Srbije sa dva najveća konkurenta Telenor i VIP.

Analiza likvidnosti, odnosno ratio tekuće likvidnosti za 2012. godinu pokazuje da je najlošiju opštu likvidnost imala kompanija Telekom Srbija⁴⁰. U kompaniji Telenor se u 2012. godini na jedan dinar kratkoročnih obaveza dolazio 1,01 dinar obrtno imovine, odnosno u VIPu 0,85 dinara obrtno imovine, a u Telekomu Srbija 0,64 dinara obrtno imovine. Standard za ovaj pokazatelj je 2:1 što znači da ni jedan operater u 2012. godini nije ostvario tekuću likvidnost u okvirima zadatih vrednosti.

Pokazatelji likvidnosti	Telenor	VIP	MTS
Racio tekuće (opšte) likvidnosti	1,01	0,85	0,64
Racio redukovane likvidnosti (Acid test)	0,84	0,75	0,52

Prema strožijem testu likvidnosti vrednost ovog racia je najniža u Telekomu Srbija dok najveću vrednost ovog racia je imala kompanija Telenor 0,84 što znači da na jedan dinar kratkoročnih obaveza dolazi 0,84 dinara likvidne imovine. U kompaniji VIP na jedan dinar kratkoročnih obaveza dolazi 0,75 dinara likvidne imovine, a u Telekomu Srbija 0,52 dinara. Standard za ovaj pokazatelj je 1:1 što dovodi do zaključka da stanje likvidnosti za sva tri operatera nije zadovoljavajuće.

Najbrži period naplate u 2012. godini ostvarila je kompanija VIP od 28 dana dok u kompaniji Telenor period naplate iznosi 45 dana, a u Telekomu Srbija 52 dana. To znači da je kompanija VIP 13 puta prodala svoju robu i usluge i naplatila potraživanja, dok je Telenor 8 puta, a Telekom Srbija 7 puta. Kada posmatramo koeficijent obrta obaveza prema dobavljačima najbolju politiku plaćanja ima Telenor koja u roku od 51 dan isplati svoje obaveze prema dobavljačima i time se uklapa u period plaćanja do 60 dana.

⁴⁰ Godišnji finansijski izveštaji, Internet

<http://fi.apr.gov.rs/prijemfi/cir/podaci.asp?strSearch=20147229&kod=7681e1a28e2c22cd67249242b62a4b874ca7fb0f&godina=2012>

<http://fi.apr.gov.rs/prijemfi/cir/podaci.asp?strSearch=20220023&kod=7956ad1e4474c1b90278b1c00c64733a6a8a1ac1&godina=2012>

Pokazatelji poslovne aktivnosti	Telenor	VIP	MTS
Koeficijent obrta kupaca	8,08	13,2	7,09
Prosečan period naplate	45,18	27,66	51,51
Koeficijent obrta dobavljača	7,08	3,77	5,72
Prosečan period isplate	51,54	96,9	63,85

U 2012. godini obrt zaliha iznosi je u Telenoru 16 puta godišnje, u VIP-u 12 puta godišnje dok u Telekomu Srbija 6 puta godišnje. Potreban broj dana za pretvaranje zaliha u gotovinu u Telenoru je iznosio 23 dana, u VIP-u 30 dana, dok u Telekomu Srbija 61 dan što je znatno više u odnosu na pomenute operatore.

Kada posmatramo pokazatelje obrta obrtnih sredstava kompanija VIP je ostvarila najbolji pokazatelj (4,03), dok je Telekom Srbija ostvarila 1,95 i VIP 1,68.

Pokazatelji poslovne aktivnosti	Telenor	VIP	MTS
Koeficijent obrta robe	12,01	15,69	6,01
Prosečan saldo zaliha robe	1.793.443,50	673.718,00	6.440.558,50
Broj potrebnih dana	30,39	23,27	60,74
Koeficijent obrta obrtnih sredstava	1,68	4,03	1,95
Prosečan saldo obrtnih sredstava	17.003.980,00	4.996.909,50	35.244.271,00
Broj potrebnih dana	217,09	90,57	187,06

Na osnovu podataka o odnosu pozajmljenih prema ukupnim izvorima finansiranja u 2012. godini kompanija VIP ima najveće učešće pozajmljenih izvora u ukupnoj pasivi, zatim Telekom Srbija, dok najmanje učešće ima Telenor.

Najbolji pokazatelj odnosa pozajmljenih prema ukupnim izvorima finansiranja u 2012. godini ostvarila je kompanija VIP, zatim kompanija Telekom Srbija, dok najmanje učešće pozajmljenih izvora u odnosu na ukupne izvore ima Telenor. Pokazatelj odnosa obaveza i sopstvenog kapitala u 2012. godini je najbolji kod kompanije Telenor, zatim kod kompanije Telekom Srbije dok je najlošiji pokazatelj ostvarila kompanija VIP.

Najbolji pokazatelj pokrića kamate ostvarila je kompanija Telenor, a zatim i kompanija Telekom Srbija. Oba operatera ostvaruju pozitivan koeficijent pokrića kamate dok kompanija VIP beleži negativna rezultat.

Pokazatelji finansijske strukture	Telenor	VIP	MTS
Odnos pozajmljenih prema ukupnim izvorima finansiranja	30,02%	93,25%	50,59%
Odnos obaveza i sopstvenog kapitala	0,43	13,81	1,02
Koeficijent pokrića kamata	19,78	-0,11	1,59

Na osnovu pokazatelja rentabilnosti možemo zaključiti da najveću stopu prinosa na poslovna sredstva ostvaruje kompanija Telenor, dok najveću stopu prinosa na sopstveni

kapital ostvaruje kompanija VIP. Za kompaniju Telekom Srbija možemo da je telekomunikacioni operater koji je najduži vremenski period prisutan na tržištu telekomunikacija i da je do skora ostvarivao najzavidnije rezultate. Međutim, u poslednjim godinama bolje pokazatelje rentabilnosti ostvaruju konkurenti.

Pokazatelji rentabilnosti	Telenor	VIP	MTS
Stopa prinosa na poslovna sredstva	21,92%	20,37%	5,45%
Prosečna poslovna sredstva	48.258.582,50	40.756.905,00	206.320.979,50
Stopa prinosa na sopstveni kapital	42,82%	137,99%	9,74%
Prosečan sopstveni kapital	24.706.583,50	6.016.692,00	115.504.351,50

U kompaniji Telekom Srbija tokom 2012. poslovni troškovi su brže rasli od rasta poslovnih prihoda što je dovelo do pada poslovnog rezultata. Neto dobit je značajno pala u odnosu na prethodnu godinu, a pre svega kao posledica negativnih kursnih razlika. U toku 2012. godine otkupljeno je 20% akcija od manjinskog akcionara OTE-a u cilju podele besplatnih akcija stanovništvu i zaposlenima, kao i bivšim zaposlenima. Ova transakcija je finansirana iz eksternih izvora što je uticalo na povećanje nivoa zaduženosti kompanije.

VII DEO

ULOGA I ZNAČAJ ANALIZE INVESTICIONIH ULAGANJA

7.1. Planiranje efektivnosti kapitalnih ulaganja

„Kapitalno ulaganje je ulaganje u sredstva preduzeća od kojih se koristi očekuju u periodu dužem od godinu dana“⁴¹. Donošenje poslovne odluke o investiranju kapitala je složeni problem koji sa sobom nosi visoke rizike, a efekti od kapitalnog ulaganja⁴² se očekuju u periodu dužem od godinu dana. Kapitalna ulaganja pretpostavljaju ulaganje velikih novčanih sredstava i u najvećoj meri se odnose na fiksna sredstva kao što su građevinski objekti, oprema, mašine, zemljišta i sl. Prilikom donošenja odluka o kapitalnom ulaganju u preduzeću se razmatra više alternativa, odnosno više investicionih projekata. Planiranje kapitalnih ulaganja prolazi kroz fazni ciklus od prikupljanja predloga, analizu projekta, donošenje odluke, implementaciju projekta i na kraju monitoring i kontrolu realizacije investicionog projekta. Investicione projekte možemo klasifikovati na sledeće projekte:

- Ekspanzije koji će se preduzimati u cilju ostvarivanja novih tržišta i novih proizvoda,
- Zamene sredstava zbog njihove zastarelosti ili u cilju smanjenja troškova,
- Rekonstrukcije i modernizacije sredstava koji će se realizovati u cilju podizanja njihove efikasnosti, kao i na
- Ostale projekte koji podrazumevaju ulaganja u istraživanje i razvoj, školovanje kadrova, konsultantske usluge i dr.

Prilikom donošenja poslovne odluke o izboru projekta moraju se diferencirati projekti koji su nezavisni i projekti koji su međusobno isključivi. Kod nezavisnih investicionih projekata novčani tokovi i koristi koje se očekuju nisu u korelaciji i ne zavise od novčanog toka drugog projekta. Kod međusobno isključivih projekata novčani tokovi su međusobno zavisni što podrazumeva da se prihvatanjem jednog investicionog projekta isključuje prihvatanje drugog projekta. U slučaju kada preduzeće raspolaže ograničenim raspoloživim sumama kapitala neophodno je da se ispitaju raspoložive alternative i da se investicioni projekti rangiraju prema visini stope prinosa, dok u slučaju kad preduzeće nije ograničeno visinom raspoložive sume kapitala može prihvatiti svaki projekat koji ispunjava zadate kriterijume.

Za aktiviranje investicionog projekta neophodno je da se uloži određena suma novca koja predstavlja **inicijalni kapitalni izdatak**.

Inicijalni izdatak kod novog projekta obuhvata fakturnu vrednost novih osnovnih sredstava uvećanu za troškove njihovog instaliranja (troškovi transporta, montaže, osiguranja i dr.), što zajedno čini nabavnu vrednost sredstava i predstavlja osnovicu za njihovo otpisivanje. Sa aktiviranjem novog projekta stvara se potreba za povećanjem trajnih obrtnih sredstava što takođe treba uključiti u inicijalni kapitalni izdatak:

$$\begin{aligned} & \text{Fakturna vrednost osnovnih sredstava} \\ & + \text{Troškovi instaliranja} \\ & = \text{Nabavna vrednost osnovnih sredstava} \\ & + \text{Povećanje trajnih obrtnih sredstava} \\ & = \text{Inicijalni kapitalni izdatak} \end{aligned}$$

⁴¹ Milorad Ivanišević, „Poslovne finansije“, Beograd 2012, str. 159

⁴² Za kapitalno ulaganje često se koriste i termini inicijalni kapitalni izdatak, kapitalni izdatak investicioni trošak i sl., Milorad Ivanišević, „Poslovne finansije“, Beograd 2012, str. 159.

Kod razmatranja zamene starog projekta novim projektom, izračunavamo **diferencijalni (inkrementalni) kapitalni izdatak**:

$$\begin{aligned} & \text{Fakturna vrednost osnovnih sredstava} \\ & + \text{Troškovi instaliranja} \\ & = \text{Nabavna vrednost osnovnih sredstava} \\ & - \text{Neto primanje gotovine od prodaje starog projekta:} \\ & \quad (\text{Prodajna vrednost} - \text{Porez na kapitalni dobitak}) \\ & \quad (\text{Kapitalni dobitak} = \text{Prodajna vrednost} - \text{Sadašnja vrednost}) \\ & + \text{Povećanje trajnih obrtnih sredstava} \\ & = \text{Diferencijalni kapitalni izdatak} \end{aligned}$$

Prilikom donošenja odluke o izboru investicionih projekata, primenom dinamičkih metoda, kao i korišćenjem perioda povraćaja, neophodno je da se utvrdi neto novčani tok. Planiranje investicionih projekata obuhvata utvrđivanje prihoda, troškova, kao i rezultata koji će proisteći prihvatanjem projekta, na osnovu kojih se mogu izračunati i neto novčani tokovi od eksploatacije projekta, utvrđeni po godinama. Neto novčani tok od eksploatacije projekta ili **operativni novčani tok** je razlika ukupnih primanja i izdavanja gotovine (bez rashoda na ime kamate):

$$\begin{aligned} & \text{Prihodi od prodaje} \\ & - \text{Rashodi, bez amortizacije} \\ & = \text{Dobitak pre amortizacije i poreza} \\ & - \text{Amortizacija} \\ & = \text{Dobitak pre poreza} \\ & - \text{Porez na dobitak} \\ & = \text{Dobitak posle poreza} \\ & + \text{Amortizacija} \\ & = \text{Neto novčani tok od eksploatacije projekta} \end{aligned}$$

Ukoliko su novčani tokovi jednaki svake godine kažemo da su anuitetni. U slučaju da preduzeće treba da donese odluku o zameni zastarelog projekta sa novim projektom, primeniće se izračunavanje diferencijalnog neto novčanog toka kao razlika očekivanih novčanih tokova od starog i novog investicionog projekta.

Nakon isteka ekonomskog veka trajanja projekta očekuje se likvidaciona, odnosno rezidualna vrednost osnovnih sredstava i trajnih obrtnih sredstava, i procenjuje se neto primanje gotovine od njihove prodaje. U slučaju da preduzeće može da ostvari njihovu prodajnu vrednost veću od sadašnje vrednosti, preduzeće mora da obračuna i plati porez na kapitalni dobitak.

7.2. Ekonomski vek trajanja projekta

Prilikom donošenja odluke o oceni prihvatljivosti potrebno je što pouzdanije da se proceni njegov ekonomski vek trajanja. Ekonomskim vekom trajanja projekta nazivaju se koristi koje se očekuju od kapitalnih ulaganja u određenom vremenskom periodu. Ekonomski vek trajanja posebno zavisi od fizičkih karakteristika sredstava, tehničko-tehnološke

zastarelosti i od konkurencije na tržištu. Takođe, ekonomski vek trajanja projekta zavisi i od strukture fiksnih sredstava odnosno, ukoliko projekat predstavljaju sredstva sa različitim karakteristikama i različitim vekom trajanja, ekonomski život projekta zavisice od najkraćeg veka trajanja sredstva ili više sredstava koji čine projekat. Najbitniji uticaj na ekonomski vek trajanja projekta ima potražnja za proizvodima i uslugama jednog preduzeća.

Pošto investicioni projekti zahtevaju značajna inicijalna ulaganja, prilikom donošenja odluka o prihvatljivosti projekata izuzetno je bitno precizno proceniti ekonomski vek trajanja jer ukoliko bi stvarni period eksploatacije projekta bio kraći od ekonomskog veka u preduzeću bi nastali kapitalni gubici. Na osnovu prethodnih razmatranja možemo zaključiti da će preduzeće izborom kraćeg perioda životnog veka projekta uticati na objektivniju ocenu rentabilnosti projekta.

7.3. Kriterijumi za ocenu efikasnosti ulaganja

Za donošenje odluke o prihvatljivosti investicionih projekata koriste se određeni kriterijumi. Kod primene dinamičkih metoda za ocenu projekata kao što su neto sadašnja vrednost i interna stopa prinosa, kao kriterijum rentabilnosti projekta primenjuje se prosečna cena kapitala.

Metod neto sadašnje vrednosti koristi prosečnu cenu kapitala kao diskontnu stopu kojom se procenjeni neto novčani tokovi svode na sadašnju vrednost. *Neto sadašnja vrednost (NSV) predstavlja razliku između priliva i odliva gotovine za „period funkcionisanja investicije prevrednovanu na sadašnju vrednost pomoću diskontnog faktora $(1+d)^n$ “*⁴³,odnosno:

$$NSV = \frac{\sum NNT_{j,t}}{(1+d)^n} \text{ gde je:}$$

NNT – neto novčani tok preduzeća j u periodu t

n – ekonomski vek investicije

d – diskontna stopa

Svi projekti sa $NSV < 0$ su nerentabilni, a svi nezavisni projekti čija je $NSV \geq 0$ se mogu prihvatiti.

U slučaju kada menadžment preduzeća razmatra mogućnost zamene postojeće tehnologije savremenijom, novom tehnologijom da bi procenili prihvatljivost alternative zamene izračunaće diferencijalni kapitalni izdatak, a zatim diferencijalni neto novčani tok i sadašnju vrednost tog novčanog toka.

Za merenje rentabilnost investicionih projekata iskazanih u apsolutnim iznosima primenjuje se neto sadašnja vrednost. Rentabilnost investicionih projekata se može izraziti u indeksnoj formi, na sledeći način:

$$\text{Indeks rentabilnosti (IR)} = \frac{\text{Sadašnja vrednost neto novčanog toka}}{\text{Sadašnja vrednost kapitalnog izdatka}}$$

⁴³ Dragan Đuričin, Stevo Janošević i Đorđe Kaličanin, „Menadžment i strategija“, Beograd 2011, str. 159

Indeks rentabilnosti se često naziva i cost-benefit ratio pokazuje koliko će se na svaki dinar sadašnje vrednosti kapitalnog izdatka ostvariti sadašnje vrednosti neto novčanog toka. Ukoliko je $NSV = 0$, indeks rentabilnosti je $= 1$; Ako je $NSV > 0$, indeks rentabilnosti će biti > 1 i obratno. Za projekte kod kojih je $IR > 1$ projekat je rentabilan i treba ga prihvatiti. Ukoliko je $IR = 1$, menadžment preduzeća će biti indiferentan u prihvatanju ili odbacivanju projekta.

Metod interne stope prinosa kao kriterijum rentabilnosti koristi prosečnu cenu kapitala tako što se interna stopa prinosa (ISP) upoređuje sa prosečnom cenom kapitala. Svi nezavisni projekti čija je $ISP \geq$ prosečnoj ceni kapitala mogu se prihvatiti, dok se projekti čija je ISP manja od prosečne cene kapitala, eliminišu. Interna stopa prinosa se „može definisati kao diskontna stopa koja izjednačava sadašnju vrednost neto novčanog toka od eksploatacije projekta sa sadašnjom vrednošću kapitalnog ulaganja“⁴⁴, odnosno izjednačava neto sadašnju vrednost sa nulom (0). U slučaju da preduzeće treba da donese odluku o prihvatljivosti investicionih projekata koji su međusobno isključivi, onda se prihvata projekat sa najvećom stopom prinosa.

Pokazatelji koji porede apsolutne iznose ulaganja i efekte ulaganja, bez uzimanja u obzir da vremenom vrednost novca opada, nazivaju se statički pokazateljima, i u osnovne statičke pokazatelje spadaju:

- Računovodstvena stopa prinosa, kao odnos između prosečnog godišnjeg neto dobitka i prosečnog inicijalnog kapitalnog ulaganja, pokazuje koliko se na 100 dinara uloženog kapitala u projekat ostvaruje neto dobitka.

$$\text{Računovodstvena stopa prinosa} = \frac{\text{Prosečan godišnji neto dobitak}}{\text{Prosečno inicijalno kapitalno ulaganje u projekat}}$$

Menadžment preduzeća primenom ove metode će prihvatiti sve nezavisne investicione projekte čija je stopa prinosa viša od minimalno postavljene stope kao kriterijum. U izboru međusobno isključivih projekata menadžment će prihvatiti projekat sa najvišom stopom prinosa.

- Period povraćaja pokazuje za koliko godina će se iz očekivanih godišnjih neto novčanih tokova od eksploatacije projekta vratiti inicijalno kapitalno ulaganje.

$$\text{Period povraćaja} = \frac{\text{Kapitalni izdatak}}{\text{Neto novčani tok}}$$

Menadžment preduzeća vodeći računa o vrsti projekta, stepenu prihvatljivog rizika ulaganja u projekat, doprinosu projekta povećanju vrednosti preduzeća i sl. određuje maksimalni period povraćaja. Prihvaćić sve nezavisne investicione projekte čiji je vek trajanja kraći od maksimalnog perioda povraćaja. Prilikom izbora međusobno isključivih projekata prihvaćić projekat sa najkraćim periodom povraćaja.

7.4. Značaj uvažavanja vremenske vrednosti novca

Ulaganjem kapitala u investicione projekte investitori očekuju da ostvare određenu stopu prinosa na svoja ulaganja. Ulažući svoj novac investitori, ali i menadžeri koji ga koriste, moraju da uvažavaju vremensku vrednost novca. U kontekstu očekivanog neto novčanog toka od određenog investicionog projekta posmatra se i buduća i sadašnja vrednost novca.

⁴⁴ Milorad Ivanišević, „Poslovne finansije“, Beograd 2011, str. 183

Buduća vrednost novca se utvrđuje na kraju veka trajanja određenog investicionog projekta, a obračunava se primenom računanja interesa na interes, odnosno složenog interesa:

$$K_n = K_0 \times (1+i)^n$$

K_0 = glavnica (uložena suma, kapital na koji se obračunava i plaća kamata)

i = godišnja kamatna stopa

K_n = buduća vrednost novca, na kraju perioda

$(1+i)^n$ = kamatni faktor, faktor akumulacije

Kamatni faktori su izračunati i sadržani u I finansijskoj tablici.⁴⁵ Za izračunavanje buduće vrednosti anuitetnih novčanih tokova na kraju svake godine možemo koristiti III finansijsku tablicu. U III finansijskoj tablici svaki kamatni faktor je zbir kamatnih faktora iz I finansijske tablice za određenu kamatnu stopu i određeni broj godina.

Sadašnja vrednost novca se utvrđuje na početku veka trajanja projekta u trenutku nula (0), a obračunava se pomoću inverzne matematičke operacije, diskontovanjem:

$$K_0 = K_n \times \left[\frac{1}{(1+i)^n} \right]$$

$\left[\frac{1}{(1+i)^n} \right]$ = diskontni faktor za n godina i kamatnu stopu „i“.

Za izračunavanje sadašnje vrednosti koristimo II finansijsku tablicu koja sadrži diskontne faktore za pojedine kamatne stope i određeni broj godina. Ukoliko se od investicionog projekta na kraju svake godine očekuje anuitetni novčani tok, za izračunavanje sadašnje vrednosti projekta koristi se IV finansijska tablica u kojoj svaki diskontni faktor predstavlja zbir diskontnih faktora iz II finansijske tablice za datu kamatnu stopu i određeni broj godina:

$$\text{Sadašnja vrednost anuiteta od 1 din} = \sum_{t=1}^n \frac{1}{(1+i)^t}$$

„Kada se ovim faktorom pomnožimo anuitetni neto novčani tok dobićemo sadašnju vrednost“⁴⁶. Ukoliko se od projekta očekuje neujednačen neto novčani tok onda ćemo ga diskontovati korišćenjem II finansijske tablice.

⁴⁵ Finansijske tablice date su u Prilogu na kraju pristupnog rada

⁴⁶ Milorad Ivanišević, „Poslovne finansije“, Beograd 2012, str. 173

ZAKLJUČNA RAZMATRANJA

Analiza finansijskih izveštaja ima veliki značaj u postupku donošenja poslovnih odluka menadžmenta preduzeća. U zaključnim razmatranjima možemo potvrditi generalnu hipotezu da: *finansijska analiza omogućava da se podaci iz izveštaja pretvore u korisne informacije na bazi kojih menadžment donosi poslovne odluke*. Finansijski izveštaji obezbeđuju relevantne informacije o profitabilnosti, novčanim tokovima i finansijskom položaju preduzeća, pružaju informacije o sposobnosti preduzeća da odgovara budućim obavezama i kao takvi predstavljaju osnov za donošenje poslovnih odluka. Finansijski izveštaji imaju javni karakter i neophodan su informacioni izvor podataka eksternim korisnicima, ali su i neophodan izvor informacija za menadžere kao interne korisnike. Za menadžere preduzeća finansijska analiza je osnov za kontrolu poslovanja, kao i osnov za utvrđivanje efekata prethodno donetih poslovnih odluka. Finansijska analiza daje informacije o sigurnosti preduzeća, likvidnosti, rizicima kojim je preduzeće izloženo, informacije o finansijskoj ravnoteži, mogućnostima finansiranja novih projekata i istovremeno daje upozoravajuće signale o mogućim promenama finansijske pozicije preduzeća.

Finansijska analiza se zasniva na finansijskim izveštajima koji sadrže informacije o stanju imovine preduzeća, kao i o uspešnosti poslovanja preduzeća, odnosno na bilansu stanja i bilansu uspeha. Sastavni deo finansijskih izveštaja predstavljaju bilans tokova gotovine koji sadrži informacije o rentabilnosti poslovanja preduzeća.

Najvažniji instrument finansijske analize za sagledavanje finansijskog položaja i uspešnosti poslovanja društva predstavlja racio analiza. Osim što racio analiza obezbeđuje neophodne informacije za donošenje poslovnih odluka, ona ima ograničenja u svojoj primeni. Racio analiza nije idealan analitički instrument i nije jedini indikator dobrog ili lošeg poslovanja preduzeća. U analitičkoj primeni racio analize, od svakog pojedinačnog racio broja možemo očekivati vrednosti samo za one inpute kojima su racio brojevi posvećeni tako da je nužno kombinovano razmatranje više racia brojeva. Takođe, promene mnogih bilansnih pozicija u finansijskim izveštajima nalaze se pod uticajem sezonskih kretanja, preduzeća pripadaju različitim privrednim granama što dovodi do toga da je u finansijskoj analizi teško utvrditi granski prosek koji bi služio kao osnov za poređenje. Mnogobrojne promene u preduzeću kao što su promene u proizvodnim kapacitetima, prodajnom programu, ukupnjavanje ili deoba preduzeća i sl. dovode do toga da nije moguće poređenje racia u jednom preduzeću.

Ciljevi finansijske analize se mogu posmatrati kao opšti i posebni. Opšti ciljevi finansijske analize se zasnivaju na pružanju informacija o zarađivačkoj sposobnosti preduzeća (rentabilnosti, profitabilnosti i likvidnosti), informacija o kretanju novčanih tokova, kao i informacija o promena na kapitalu. Posebni ciljevi finansijske analize se definišu različito u zavisnosti od korisnika finansijskih izveštaja. Posebni ciljevi finansijske analize sa stanovišta eksternih korisnika (kreditora i investitora) su obezbeđivanje informacija bitnih za procenu kvaliteta poslovnog rezultata preduzeća i procenu budućih novčanih tokova. Za potrebe menadžmenta finansijska analiza treba da obezbedi informacije neophodne za donošenje poslovnih odluka, za sprovođenje aktivnosti planiranja i organizovanja do kontrole poslovanja preduzeća.

Menadžerima prilikom donošenja poslovnih odluka pored informacija koje produkuju finansijski izveštaji, ratio brojevi, potrebne su im mnoge druge informacije iz nadležnosti upravljačkog računovodstva. Upravljačko računovodstvo primenjuje različite tehnike u obradi istorijskih i projektovanih finansijskih, ali i nefinansijskih podataka čime se omogućava lakše donošenje poslovnih odluka. Proces donošenja poslovnih odluka je širok pojam koji obuhvata aktivnosti planiranja, organizovanja, koordiniranja, kontrole i sl. Za donošenje poslovnih odluka menadžeri moraju da koriste informacije sa jedne strane iz internih izvora, internih bilansa uspeha, operativnih evidencija, analiza isplativosti investicionih ulaganja i sl., ali isto tako moraju da koriste informacije i iz tuđih finansijskih izveštaja. Upotrebom različitih tehnika, i instrumenata menadžeri analiziraju i ocenjuju finansijske performanse svojih konkurenata. Zainteresovani su i za razvoj potreba svojih kupaca, za njihovo ostvarenje, procenu prihoda, ali isto tako i za ocenu finansijskog položaja dobavljača.

Za telekomunikacione kompanije je svojstveno da posluju u promenljivim tržišnim uslovima, neprestano uvode inovacije, imaju izraženu brigu za potrebe korisnika i stalno inoviraju ponude svojih usluga. U određenom trenutku poslovanja, na osnovu posebnog poslovnog događaja kao što su osnivanje preduzeća, razdvajanje preduzeća, promena pravne forme, fuzija i sanacija preduzeća, bankrotstvo ili likvidacija preduzeća, poslovne odluke nije moguće doneti na osnovu analize finansijskih performansi preduzeća, kao i na osnovu redovnih bilansa, već se sastavljaju specijalni bilansi.

U telekomunikacionom sektoru donošenje poslovne odluke o investicionom ulaganju je složen problem, naročito ako znamo da su za njega svojstvena velika ulaganja kapitala, brzo uvođenje inovacija, kao i sve kraći životni ciklus usluga. Menadžment kompanije će donositi investicione odluke na osnovu rezultata finansijske analize o isplativosti ulaganja. Prilikom donošenja odluke o kapitalnim ulaganjima u preduzeću razmatra se uvek više alternativa, vodi se računa da li je projekat nezavisan ili se radi o međusobno isključivim projektima. Kod međusobno isključivih projekata može doći do konflikta u uslovima kada se projekti razlikuju po veličini i kada se kod jednog projekta ostvaruje veći neto novčani tok u ranijim godinama u odnosu na drugi projekat. Nastanak konflikta se obrazlaže činjenicom da se primenom metode neto sadašnje vrednosti kao diskontna stopa koristi prosečna cena kapitala i polazi od pretpostavke da se ostvareni neto novčani tokovi od eksploatacije projekta mogu reinvestirati do isteka trajanja projekta po toj stopi. Međutim, metod interne stope prinosa pretpostavlja reinvestiranje neto novčanih tokova po stopi jednakoj internoj stopi prinosa. Napred navedeno dovodi do zaključka da ukoliko neki projekat ima veći priliv neto novčanog toka u ranijim godinama, njegova neto sadašnja vrednost se neće značajno smanjiti sa porastom diskontne stope, ali kod projekta kod kojeg je projektovan značajniji neto novčani tok u kasnijem periodu smanjenje neto sadašnje vrednosti će biti mnogo veće. Sa teorijskog stanovišta smatra se da odluku o izboru međusobno isključivih projekata treba doneti na osnovu metoda neto sadašnje vrednosti. Međutim, u praksi menadžeri više koriste metod interne stope prinosa iz razloga što se lakše odlučuju na osnovu relativnih nego apsolutnih pokazatelja, kao i iz razloga što se kod izračunavanja neto sadašnje vrednosti moraju postaviti kriterijumi kao što je prosečna cena kapitala preduzeća, dok na osnovu izračunate interne stope prinosa mogu prosuditi da li projekat obezbeđuje zadovoljavajuću rentabilnost ili ne.

Analizom i poređenjem ostvarenih poslovnih rezultata konkurentskih telekomunikacionih kompanija na tržištu Republike Srbije utvrdili smo da je kompanija Telekom Srbija, iako je do skora bila lider na tržištu telekomunikacija, u poslednjim godinama ostvarila najlošije pokazatelje rentabilnosti i likvidnosti, u odnosu na konkurente. Uporedo sa lošijim finansijskim položajem i porastom zaduženosti možemo zaključiti da Telekom Srbija u posmatranom periodu beleži niske vrednosti racija obrta ukupne, poslovne i obrtne imovine, sa jedne, i obrta vlasničkog kapitala, sa druge strane. Takva situacija upućuje na zaključak da je neophodno efikasnije upravljanje imovinom i kapitalom. Takođe, možemo konstatovati da su poslovni prihodi rasli sporije u odnosu na poslovne rashode u posmatranom periodu, odnosno poslovni prihodi su porasli za 1,41%, dok su poslovni rashodi porasli za 1,51%. U kompaniji Telekom Srbija u narednom periodu se ne očekuje značajniji rast poslovnih prihoda zbog čega je neophodno da se utiče na racionalnije smanjenje poslovnih rashoda, kako bi kompanija nastavila uspešno poslovanje. Zbog servisiranja postojećih obaveza, a pre svega sindikovanog zajma koji je obezbedio sredstva za otkup 20% akcija od manjinskog akcionara OTE poslovnu 2013. godinu će obeležiti i dalje značajni pritisak na likvidnost kompanije Telekom Srbije.

Možemo zaključiti da operatori moraju da se ozbiljnije fokusiraju na pronalaženju novih usluga i tarifnih profila, kao i biznis modela, na smanjenje operativnih troškova i ukupnjavanje tržišta. S obzirom na tendencije pada prihoda operatori moraju da nađu način za postizanje održivosti, odnosno način za povećanje prihoda kroz pružanje usluga koje će se prilagoditi različitim potrebama, interesovanjima i finansijskim mogućnostima korisnika. Orijentacija ka korisniku nije samo marketinška, to je zaista uslov održivosti na savremenom tržištu. Operatori moraju obezbediti mogućnost upravljanja mrežom i resursima na način da stimulišu potrošnju usluga kod korisnika u određenom periodu kao na određenim lokacijama. Potrebno je da kreiraju usluge primamljive određenoj ciljnoj grupi, ali istovremeno usluge moraju biti i profitabilne. Budućnost razvoja telekomunikacija je nateže predvideti od svih ostalih tehnologija naročito u smislu predviđanja novih tehničkih rešenja u davanju usluga. Trenutno postoje dva trenda koja će nastaviti razvoj telekomunikacija putem razvoja informaciono-komunikacione tehnologije (ICT usluge) i mobilne komunikacije, što ukazuje i dalje na potrebu za značajnijim investicionim ulaganjima. Da li razvoj širokopojasnog pristupa predstavlja generator povećanja produktivnosti rada, uvođenja naprednih inovacija, povećanja prihoda i smanjenja troškova.

LITERATURA

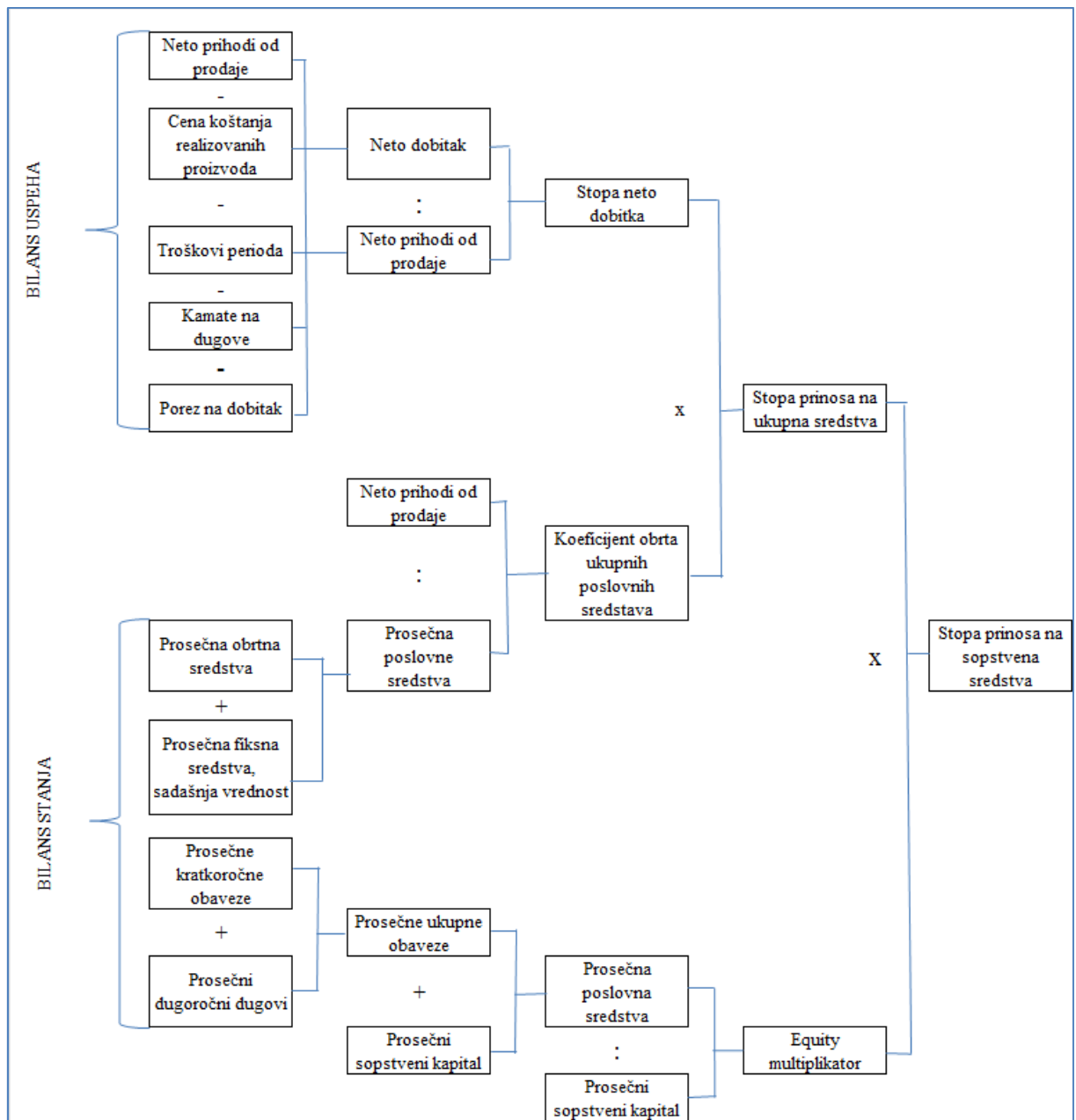
1. Dejan Malinić, Vlade Milićević i Nikola Stevanović, „Upravljačko računovodstvo“, Beograd 2013.
2. Dragan Đurićin, Stevo Janošević i Đorđe Kalićanin, „Menadžment i strategija“, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, Beograd 2011.
3. Gajo Petrović, „Logika“, Zavod za udžbenike i nastavna sredstva, Beograd, 2003.
4. Goranka Knežević, Analiza finansijskih izveštaja, Univerzitet Singidunum, Beograd 2008.
5. Goranka Knežević „Analiza finansijskih izveštaja“, ČUGURA print, Beograd 2008.
6. Jovan M. Ranković „Teorija bilansa“, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta, Beograd
7. Journal of applied sciences Singidunum, Models for the evalution of business excellence in capital market of Bosnia and Herzegovina, Almir Alihodžić, Jasmina Džafić
8. Kata Škarić Jovanović, Specijalni bilansi, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog Fakulteta u Beogradu
9. Marko Ivaniš, „Upravljanje finansijama“, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2008.
10. Međunarodni standardi finansijskog izveštavanja, Savez računovođa i revizora, Beograd, 2010.
11. Milan I. Miljević, „Metodologija naučnog rada“, Filozofski fakultet Univerziteta u Istočnom Sarajevu, 2007.
12. Milorad Ivanišević, „Poslovne finansije“, Beograd 2012.
13. Ranko Lončarević, Branislav Mašić, Jelena Đorđević-Boljanović, „Menadžment, principi, koncepti i procesi“, Univerzitet Singidunum, Beograd 2007.
14. Ratel, „Pregled tržišta telekomunikacija u Republici Srbiji u 2011. godini“, Beograd 2012.
15. Statut, Službeni list Telekom Srbija, Beograd 2012.
16. Žarko Pavić i Borivoje Đokić, „Istraživački metodi u poslovnim sistemima“, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2012.
17. Ekonomska i Poslovna enciklopedija, Savremena administracija, Beograd 1994.
18. Finansijski izveštaji za 2010, 2011 I 2012. godinu preduzeća Telekoma Srbija, Telenor i VIP

Elektronski izvori podataka:

19. Godišnji finansijski izveštaji, Internet
<http://fi.apr.gov.rs/prijemfi/cir/podaci.asp?strSearch=20147229&kod=7681e1a28e2c22cd67249242b62a4b874ca7fb0f&godina=2012>
<http://fi.apr.gov.rs/prijemfi/cir/podaci.asp?strSearch=20220023&kod=7956ad1e4474c1b90278b1c00c64733a6a8a1ac1&godina=2012>
20. Marco Mongiello „International Financial Reporting“, bookboon.com:
<http://www.zums.ac.ir/files/research/site/ebooks/finance/basics-of-international-financial-reporting.pdf>
21. Računovodstvo novčanih tijekova, Doc. Dr.sc Željana Aljinović Barać,
http://nemir.weebly.com/uploads/8/4/0/9/8409633/14758_tema_10.pdf
22. Financial Analysis Forecasting and Modeling
http://books.google.rs/books?id=SWUvUOQOKiIC&printsec=frontcover&dq=financial+analysis&hl=hr&sa=X&ei=xDi8Ur-RNlig7Aa2y4HICg&redir_esc=y#v=onepage&q=financial%20analysis&f=false
23. http://www.deloitte.com/view/sr_RS/rs/presentar/f2713b9e19199310VgnVCM3000001c56f00aRCRD.htm<http://www.economist.com/>
24. www.crnarupa.singidunum.ac.rs/.../PFB/.../Finansijske%20tablice.ppt
25. www.telekom.rs

Prilog 1: Grafička ilustracija Du Pont modela analize
Izvor: M. Ivanišević, „Poslovne finansije“, Beograd, 2012.

Grafička ilustracija Du Pont sistema analize



Prilog 2: Finansijske tablice

Izvor: www.crnarupa.singidunum.ac.rs/.../PFB/.../Finansijske%20tablice.ppt

1.Finansijske tablice

n / p	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
1	1,01	1,02	1,03	1,04	1,05	1,06	1,07	1,08	1,09	1,1	1,11	1,12	1,13	1,14	1,15	1,16	1,17	1,18	1,19	1,2
2	1,0201	1,0404	1,0609	1,0816	1,1025	1,1236	1,1449	1,1664	1,1881	1,21	1,2321	1,2544	1,2769	1,2996	1,3225	1,3456	1,3689	1,3924	1,4161	1,44
3	1,0303	1,0612	1,0927	1,1249	1,1576	1,191	1,225	1,2597	1,295	1,331	1,3676	1,4049	1,4429	1,4815	1,5209	1,5609	1,6016	1,643	1,6852	1,728
4	1,0406	1,0824	1,1255	1,1699	1,2155	1,2625	1,3108	1,3605	1,4116	1,4641	1,5181	1,5735	1,6305	1,689	1,749	1,8106	1,8739	1,9388	2,0053	2,0736
5	1,051	1,1041	1,1593	1,2167	1,2763	1,3382	1,4026	1,4693	1,5386	1,6105	1,6851	1,7623	1,8424	1,9254	2,0114	2,1003	2,1924	2,2878	2,3864	2,4883
6	1,0615	1,1262	1,1941	1,2653	1,3401	1,4185	1,5007	1,5869	1,6771	1,7716	1,8704	1,9738	2,082	2,195	2,3131	2,4364	2,5652	2,6996	2,8398	2,986
7	1,0721	1,1487	1,2299	1,3159	1,4071	1,5036	1,6058	1,7138	1,828	1,9487	2,0762	2,2107	2,3526	2,5023	2,66	2,8262	3,0012	3,1855	3,3793	3,5832
8	1,0829	1,1717	1,2668	1,3686	1,4775	1,5938	1,7182	1,8509	1,9926	2,1436	2,3045	2,476	2,6584	2,8526	3,059	3,2784	3,5115	3,7589	4,0214	4,2998
9	1,0937	1,1951	1,3048	1,4233	1,5513	1,6895	1,8385	1,999	2,1719	2,3579	2,558	2,7731	3,004	3,2519	3,5179	3,803	4,1084	4,4355	4,7854	5,1598
10	1,1046	1,219	1,3439	1,4802	1,6289	1,7908	1,9672	2,1589	2,3674	2,5937	2,8394	3,1058	3,3946	3,7072	4,0456	4,4114	4,8068	5,2338	5,6947	6,1917
11	1,1157	1,2434	1,3842	1,5395	1,7103	1,8983	2,1049	2,3316	2,5804	2,8531	3,1518	3,4785	3,8359	4,2262	4,6524	5,1173	5,624	6,1759	6,7767	7,4301
12	1,1268	1,2682	1,4258	1,601	1,7959	2,0122	2,2522	2,5182	2,8127	3,1384	3,4985	3,896	4,3345	4,8179	5,3503	5,936	6,5801	7,2876	8,0642	8,9161
13	1,1381	1,2936	1,4685	1,6651	1,8856	2,1329	2,4098	2,7196	3,0658	3,4523	3,8833	4,3635	4,898	5,4924	6,1528	6,8858	7,6987	8,5994	9,5964	10,699
14	1,1495	1,3195	1,5126	1,7317	1,9799	2,2609	2,5785	2,9372	3,3417	3,7975	4,3104	4,8871	5,5348	6,2613	7,0757	7,9875	9,0075	10,147	11,42	12,839
15	1,161	1,3459	1,558	1,8009	2,0789	2,3966	2,759	3,1722	3,6425	4,1772	4,7846	5,4736	6,2543	7,1379	8,1371	9,2655	10,539	11,974	13,59	15,407
16	1,1726	1,3728	1,6047	1,873	2,1829	2,5404	2,9522	3,4259	3,9703	4,595	5,3109	6,1304	7,0673	8,1372	9,3576	10,748	12,33	14,129	16,172	18,488
17	1,1843	1,4002	1,6528	1,9479	2,292	2,6928	3,1588	3,7	4,3276	5,0545	5,8951	6,866	7,9861	9,2765	10,761	12,468	14,426	16,672	19,244	22,186
18	1,1961	1,4282	1,7024	2,0258	2,4066	2,8543	3,3799	3,996	4,7171	5,5599	6,5436	7,69	9,0243	10,575	12,375	14,463	16,879	19,673	22,901	26,623
19	1,2081	1,4568	1,7535	2,1068	2,527	3,0256	3,6165	4,3157	5,1417	6,1159	7,2633	8,6128	10,197	12,056	14,232	16,777	19,748	23,214	27,252	31,948
20	1,2202	1,4859	1,8061	2,1911	2,6533	3,2071	3,8697	4,661	5,6044	6,7275	8,0623	9,6463	11,523	13,743	16,367	19,461	23,106	27,393	32,429	38,338
21	1,2324	1,5157	1,8603	2,2788	2,786	3,3996	4,1406	5,0338	6,1088	7,4002	8,9492	10,804	13,021	15,668	18,822	22,574	27,034	32,324	38,591	46,005
22	1,2447	1,546	1,9161	2,3699	2,9253	3,6035	4,4304	5,4365	6,6586	8,1403	9,9336	12,1	14,714	17,861	21,645	26,186	31,629	38,142	45,923	55,206
23	1,2572	1,5769	1,9736	2,4647	3,0715	3,8197	4,7405	5,8715	7,2579	8,9543	11,026	13,552	16,627	20,362	24,891	30,376	37,006	45,008	54,649	66,247
24	1,2697	1,6084	2,0328	2,5633	3,2251	4,0489	5,0724	6,3412	7,9111	9,8497	12,239	15,179	18,788	23,212	28,625	35,236	43,297	53,109	65,032	79,497
25	1,2824	1,6406	2,0938	2,6658	3,3864	4,2919	5,4274	6,8485	8,6231	10,835	13,585	17	21,231	26,462	32,919	40,874	50,658	62,669	77,388	95,396
26	1,2953	1,6734	2,1566	2,7725	3,5557	4,5494	5,8074	7,3964	9,3992	11,918	15,08	19,04	23,991	30,167	37,857	47,414	59,27	73,949	92,092	114,48
27	1,3082	1,7069	2,2213	2,8834	3,7335	4,8223	6,2139	7,9881	10,245	13,11	16,739	21,325	27,109	34,39	43,535	55	69,345	87,26	109,59	137,37
28	1,3213	1,741	2,2879	2,9987	3,9201	5,1117	6,6488	8,6271	11,167	14,421	18,58	23,884	30,633	39,204	50,066	63,8	81,134	102,97	130,41	164,84
29	1,3345	1,7758	2,3566	3,1187	4,1161	5,4184	7,1143	9,3173	12,172	15,863	20,624	26,75	34,616	44,693	57,575	74,009	94,927	121,5	155,19	197,81
30	1,3478	1,8114	2,4273	3,2434	4,3219	5,7435	7,6123	10,063	13,268	17,449	22,892	29,96	39,116	50,95	66,212	85,85	111,06	143,37	184,68	237,38

2.Finansijske tablice

n/ p	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
1	0,9901	0,9804	0,9709	0,9615	0,9524	0,9434	0,9346	0,9259	0,9174	0,9091	0,9009	0,8929	0,885	0,8772	0,8696	0,8621	0,8547	0,8475	0,8403	0,8333
2	0,9803	0,9612	0,9426	0,9246	0,907	0,89	0,8734	0,8573	0,8417	0,8264	0,8116	0,7972	0,7831	0,7695	0,7561	0,7432	0,7305	0,7182	0,7062	0,6944
3	0,9706	0,9423	0,9151	0,889	0,8638	0,8396	0,8163	0,7938	0,7722	0,7513	0,7312	0,7118	0,6931	0,675	0,6575	0,6407	0,6244	0,6086	0,5934	0,5787
4	0,961	0,9238	0,8885	0,8548	0,8227	0,7921	0,7629	0,735	0,7084	0,683	0,6587	0,6355	0,6133	0,5921	0,5718	0,5523	0,5337	0,5158	0,4987	0,4823
5	0,9515	0,9057	0,8626	0,8219	0,7835	0,7473	0,713	0,6806	0,6499	0,6209	0,5935	0,5674	0,5428	0,5194	0,4972	0,4761	0,4561	0,4371	0,419	0,4019
6	0,942	0,888	0,8375	0,7903	0,7462	0,705	0,6663	0,6302	0,5963	0,5645	0,5346	0,5066	0,4803	0,4556	0,4323	0,4104	0,3898	0,3704	0,3521	0,3349
7	0,9327	0,8706	0,8131	0,7599	0,7107	0,6651	0,6227	0,5835	0,547	0,5132	0,4817	0,4523	0,4251	0,3996	0,3759	0,3538	0,3332	0,3139	0,2959	0,2791
8	0,9235	0,8535	0,7894	0,7307	0,6768	0,6274	0,582	0,5403	0,5019	0,4665	0,4339	0,4039	0,3762	0,3506	0,3269	0,305	0,2848	0,266	0,2487	0,2326
9	0,9143	0,8368	0,7664	0,7026	0,6446	0,5919	0,5439	0,5002	0,4604	0,4241	0,3909	0,3606	0,3329	0,3075	0,2843	0,263	0,2434	0,2255	0,209	0,1938
10	0,9053	0,8203	0,7441	0,6756	0,6139	0,5584	0,5083	0,4632	0,4224	0,3855	0,3522	0,322	0,2946	0,2697	0,2472	0,2267	0,208	0,1911	0,1756	0,1615
11	0,8963	0,8043	0,7224	0,6496	0,5847	0,5268	0,4751	0,4289	0,3875	0,3505	0,3173	0,2875	0,2607	0,2366	0,2149	0,1954	0,1778	0,1619	0,1476	0,1346
12	0,8874	0,7885	0,7014	0,6246	0,5568	0,497	0,444	0,3971	0,3555	0,3186	0,2858	0,2567	0,2307	0,2076	0,1869	0,1685	0,152	0,1372	0,124	0,1122
13	0,8787	0,773	0,681	0,6006	0,5303	0,4688	0,415	0,3677	0,3262	0,2897	0,2575	0,2292	0,2042	0,1821	0,1625	0,1452	0,1299	0,1163	0,1042	0,0935
14	0,87	0,7579	0,6611	0,5775	0,5051	0,4423	0,3878	0,3405	0,2992	0,2633	0,232	0,2046	0,1807	0,1597	0,1413	0,1252	0,111	0,0985	0,0876	0,0779
15	0,8613	0,743	0,6419	0,5553	0,481	0,4173	0,3624	0,3152	0,2745	0,2394	0,209	0,1827	0,1599	0,1401	0,1229	0,1079	0,0949	0,0835	0,0736	0,0649
16	0,8528	0,7284	0,6232	0,5339	0,4581	0,3936	0,3387	0,2919	0,2519	0,2176	0,1883	0,1631	0,1415	0,1229	0,1069	0,093	0,0811	0,0708	0,0618	0,0541
17	0,8444	0,7142	0,605	0,5134	0,4363	0,3714	0,3166	0,2703	0,2311	0,1978	0,1696	0,1456	0,1252	0,1078	0,0929	0,0802	0,0693	0,06	0,052	0,0451
18	0,836	0,7002	0,5874	0,4936	0,4155	0,3503	0,2959	0,2502	0,212	0,1799	0,1528	0,13	0,1108	0,0946	0,0808	0,0691	0,0592	0,0508	0,0437	0,0376
19	0,8277	0,6864	0,5703	0,4746	0,3957	0,3305	0,2765	0,2317	0,1945	0,1635	0,1377	0,1161	0,0981	0,0829	0,0703	0,0596	0,0506	0,0431	0,0367	0,0313
20	0,8195	0,673	0,5537	0,4564	0,3769	0,3118	0,2584	0,2145	0,1784	0,1486	0,124	0,1037	0,0868	0,0728	0,0611	0,0514	0,0433	0,0365	0,0308	0,0261
21	0,8114	0,6598	0,5375	0,4388	0,3589	0,2942	0,2415	0,1987	0,1637	0,1351	0,1117	0,0926	0,0768	0,0638	0,0531	0,0443	0,037	0,0309	0,0259	0,0217
22	0,8034	0,6468	0,5219	0,422	0,3418	0,2775	0,2257	0,1839	0,1502	0,1228	0,1007	0,0826	0,068	0,056	0,0462	0,0382	0,0316	0,0262	0,0218	0,0181
23	0,7954	0,6342	0,5067	0,4057	0,3256	0,2618	0,2109	0,1703	0,1378	0,1117	0,0907	0,0738	0,0601	0,0491	0,0402	0,0329	0,027	0,0222	0,0183	0,0151
24	0,7876	0,6217	0,4919	0,3901	0,3101	0,247	0,1971	0,1577	0,1264	0,1015	0,0817	0,0659	0,0532	0,0431	0,0349	0,0284	0,0231	0,0188	0,0154	0,0126
25	0,7798	0,6095	0,4776	0,3751	0,2953	0,233	0,1842	0,146	0,116	0,0923	0,0736	0,0588	0,0471	0,0378	0,0304	0,0245	0,0197	0,016	0,0129	0,0105
26	0,772	0,5976	0,4637	0,3607	0,2812	0,2198	0,1722	0,1352	0,1064	0,0839	0,0663	0,0525	0,0417	0,0331	0,0264	0,0211	0,0169	0,0135	0,0109	0,0087
27	0,7644	0,5859	0,4502	0,3468	0,2678	0,2074	0,1609	0,1252	0,0976	0,0763	0,0597	0,0469	0,0369	0,0291	0,023	0,0182	0,0144	0,0115	0,0091	0,0073
28	0,7568	0,5744	0,4371	0,3335	0,2551	0,1956	0,1504	0,1159	0,0895	0,0693	0,0538	0,0419	0,0326	0,0255	0,02	0,0157	0,0123	0,0097	0,0077	0,0061
29	0,7493	0,5631	0,4243	0,3207	0,2429	0,1846	0,1406	0,1073	0,0822	0,063	0,0485	0,0374	0,0289	0,0224	0,0174	0,0135	0,0105	0,0082	0,0064	0,0051
30	0,7419	0,5521	0,412	0,3083	0,2314	0,1741	0,1314	0,0994	0,0754	0,0573	0,0437	0,0334	0,0256	0,0196	0,0151	0,0116	0,009	0,007	0,0054	0,0042

3.Finansijske tablice

n / p	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
1	1,0100	1,0200	1,0300	1,0400	1,0500	1,0600	1,0700	1,0800	1,0900	1,1000	1,1100	1,1200	1,1300	1,1400	1,1500	1,1600	1,1700	1,1800	1,1900	1,2000
2	2,0301	2,0604	2,0909	2,1216	2,1525	2,1836	2,2149	2,2464	2,2781	2,3100	2,3421	2,3744	2,4069	2,4396	2,4725	2,5056	2,5389	2,5724	2,6061	2,6400
3	3,0604	3,1216	3,1836	3,2465	3,3101	3,3746	3,4399	3,5061	3,5731	3,6410	3,7097	3,7793	3,8498	3,9211	3,9934	4,0665	4,1405	4,2154	4,2913	4,3680
4	4,1010	4,2040	4,3091	4,4163	4,5256	4,6371	4,7507	4,8666	4,9847	5,1051	5,2278	5,3528	5,4803	5,6101	5,7424	5,8771	6,0144	6,1542	6,2966	6,4416
5	5,1520	5,3081	5,4684	5,6330	5,8019	5,9753	6,1533	6,3359	6,5233	6,7156	6,9129	7,1152	7,3227	7,5355	7,7537	7,9775	8,2068	8,4420	8,6830	8,9299
6	6,2135	6,4343	6,6625	6,8983	7,1420	7,3938	7,6540	7,9228	8,2004	8,4872	8,7833	9,0890	9,4047	9,7305	10,0668	10,4139	10,7720	11,1415	11,5227	11,9159
7	7,2857	7,5830	7,8923	8,2142	8,5491	8,8975	9,2598	9,6366	10,0285	10,4359	10,8594	11,2997	11,7573	12,2328	12,7268	13,2401	13,7733	14,3270	14,9020	15,4991
8	8,3685	8,7546	9,1591	9,5828	10,0266	10,4913	10,9780	11,4876	12,0210	12,5795	13,1640	13,7757	14,4157	15,0853	15,7858	16,5185	17,2847	18,0859	18,9234	19,7989
9	9,4622	9,9497	10,4639	11,0061	11,5779	12,1808	12,8164	13,4866	14,1929	14,9374	15,7220	16,5487	17,4197	18,3373	19,3037	20,3215	21,3931	22,5213	23,7089	24,9587
10	10,5668	11,1687	11,8078	12,4864	13,2068	13,9716	14,7836	15,6455	16,5603	17,5312	18,5614	19,6546	20,8143	22,0445	23,3493	24,7329	26,1999	27,7551	29,4035	31,1504
11	11,6825	12,4121	13,1920	14,0258	14,9171	15,8699	16,8885	17,9771	19,1407	20,3843	21,7132	23,1331	24,6502	26,2707	28,0017	29,8502	31,8239	33,9311	36,1802	38,5805
12	12,8093	13,6803	14,6178	15,6268	16,7130	17,8821	19,1406	20,4953	21,9534	23,5227	25,2116	27,0291	28,9847	31,0887	33,3519	35,7862	38,4040	41,2187	44,2445	47,4966
13	13,9474	14,9739	16,0863	17,2919	18,5986	20,0151	21,5505	23,2149	25,0192	26,9750	29,0949	31,3926	33,8827	36,5811	39,5047	42,6720	46,1027	49,8180	53,8409	58,1959
14	15,0969	16,2934	17,5989	19,0236	20,5786	22,2760	24,1290	26,1521	28,3609	30,7725	33,4054	36,2797	39,4175	42,8424	46,5804	50,6595	55,1101	59,9653	65,2607	71,0351
15	16,2579	17,6393	19,1569	20,8245	22,6575	24,6725	26,8881	29,3243	32,0034	34,9497	38,1899	41,7533	45,6717	49,9804	54,7175	59,9250	65,6488	71,9390	78,8502	86,4421
16	17,4304	19,0121	20,7616	22,6975	24,8404	27,2129	29,8402	32,7502	35,9737	39,5447	43,5008	47,8837	52,7391	58,1176	64,0751	70,6730	77,9792	86,0680	95,0218	104,9306
17	18,6147	20,4123	22,4144	24,6454	27,1324	29,9057	32,9990	36,4502	40,3013	44,5992	49,3959	54,7497	60,7251	67,3941	74,8364	83,1407	92,4056	102,7403	114,2659	127,1167
18	19,8109	21,8406	24,1169	26,6712	29,5390	32,7600	36,3790	40,4463	45,0185	50,1591	55,9395	62,4397	69,7494	77,9692	87,2118	97,6032	109,2846	122,4135	137,1664	153,7400
19	21,0190	23,2974	25,8704	28,7781	32,0660	35,7856	39,9955	44,7620	50,1601	56,2750	63,2028	71,0524	79,9468	90,0249	101,4436	114,3797	129,0329	145,6280	164,4180	185,6880
20	22,2392	24,7833	27,6765	30,9692	34,7193	38,9927	43,8652	49,4229	55,7645	63,0025	71,2651	80,6987	91,4699	103,7684	117,8101	133,8405	152,1385	173,0210	196,8474	224,0256
21	23,4716	26,2990	29,5368	33,2480	37,5052	42,3923	48,0057	54,4568	61,8733	70,4027	80,2143	91,5026	104,4910	119,4360	136,6316	156,4150	179,1721	205,3448	235,4385	270,0307
22	24,7163	27,8450	31,4529	35,6179	40,4305	45,9958	52,4361	59,8933	68,5319	78,5430	90,1479	103,6029	119,2048	137,2970	158,2764	182,6014	210,8013	243,4868	281,3618	325,2369
23	25,9735	29,4219	33,4265	38,0826	43,5020	49,8156	57,1767	65,7648	75,7898	87,4973	101,1742	117,1552	135,8315	157,6586	183,1678	212,9776	247,8076	288,4945	336,0105	391,4842
24	27,2432	31,0303	35,4593	40,6459	46,7271	53,8645	62,2490	72,1059	83,7009	97,3471	113,4133	132,3339	154,6196	180,8708	211,7930	248,2140	291,1049	341,6035	401,0425	470,9811
25	28,5256	32,6709	37,5530	43,3117	50,1135	58,1564	67,6765	78,9544	92,3240	108,1818	126,9988	149,3339	175,8501	207,3327	244,7120	289,0883	341,7627	404,2721	478,4306	566,3773
26	29,8209	34,3443	39,7096	46,0842	53,6691	62,7058	73,4838	86,3508	101,7231	120,0999	142,0786	168,3740	199,8406	237,4993	282,5688	336,5024	401,0323	478,2211	570,5224	680,8528
27	31,1291	36,0512	41,9309	48,9676	57,4026	67,5281	79,6977	94,3388	111,9682	133,2099	158,8173	189,6989	226,9499	271,8892	326,1041	391,5028	470,3778	565,4809	680,1116	818,2233
28	32,4504	37,7922	44,2189	51,9663	61,3227	72,6398	86,3465	102,9659	123,1354	147,6309	177,3972	213,5828	257,5834	311,0937	376,1697	455,3032	551,5121	668,4475	810,5228	983,0680
29	33,7849	39,5681	46,5754	55,0849	65,4388	78,0582	93,4608	112,2832	135,3075	163,4940	198,0209	240,3327	292,1992	355,7868	433,7451	529,3117	646,4391	789,9480	965,7122	1180,8816
30	35,1327	41,3794	49,0027	58,3283	69,7608	83,8017	101,0730	122,3459	148,5752	180,9434	220,9132	270,2926	331,3151	406,7370	499,9569	615,1616	757,5038	933,3186	1150,3875	1418,2579

4.Finansijske tablice

n / p	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
1	0.99010	0.98039	0.97087	0.96154	0.95238	0.94340	0.93458	0.92593	0.91743	0.90909	0.90090	0.89286	0.88496	0.87719	0.86957	0.86207	0.85470	0.84746	0.84034	0.83333
2	1.97040	1.94156	1.91347	1.88609	1.85941	1.83339	1.80802	1.78326	1.75911	1.73554	1.71252	1.69005	1.66810	1.64666	1.62571	1.60523	1.58521	1.56564	1.54650	1.52778
3	2.94099	2.88388	2.82861	2.77509	2.72325	2.67301	2.62432	2.57710	2.53129	2.48685	2.44371	2.40183	2.36115	2.32163	2.28323	2.24589	2.20958	2.17427	2.13992	2.10648
4	3.90197	3.80773	3.71710	3.62990	3.54595	3.46511	3.38721	3.31213	3.23972	3.16987	3.10245	3.03735	2.97447	2.91371	2.85498	2.79818	2.74324	2.69006	2.63859	2.58873
5	4.85343	4.71346	4.57971	4.45182	4.32948	4.21236	4.10020	3.99271	3.88965	3.79079	3.69590	3.60478	3.51723	3.43308	3.35216	3.27429	3.19935	3.12717	3.05763	2.99061
6	5.79548	5.60143	5.41719	5.24214	5.07569	4.91732	4.76654	4.62288	4.48592	4.35526	4.23054	4.11141	3.99755	3.88867	3.78448	3.68474	3.58918	3.49760	3.40978	3.32551
7	6.72819	6.47199	6.23028	6.00205	5.78637	5.58238	5.38929	5.20637	5.03295	4.86842	4.71220	4.56376	4.42261	4.28830	4.16042	4.03857	3.92238	3.81153	3.70570	3.60459
8	7.65168	7.32548	7.01969	6.73274	6.46321	6.20979	5.97130	5.74664	5.53482	5.33493	5.14612	4.96764	4.79877	4.63886	4.48732	4.34359	4.20716	4.07757	3.95437	3.83716
9	8.56602	8.16224	7.78611	7.43533	7.10782	6.80169	6.51523	6.24689	5.99525	5.75902	5.53705	5.32825	5.13166	4.94637	4.77158	4.60654	4.45057	4.30302	4.16333	4.03097
10	9.47130	8.98259	8.53020	8.11090	7.72173	7.36009	7.02358	6.71008	6.41766	6.14457	5.88923	5.65022	5.42624	5.21612	5.01877	4.83323	4.65860	4.49409	4.33893	4.19247
11	10.36763	9.78685	9.25262	8.76048	8.30641	7.88687	7.49867	7.13896	6.80519	6.49506	6.20652	5.93770	5.68894	5.45273	5.23371	5.02864	4.83641	4.65601	4.48650	4.32706
12	11.25508	10.57534	9.95400	9.38507	8.86325	8.38384	7.94269	7.53608	7.16073	6.81369	6.49236	6.19437	5.91765	5.66029	5.42062	5.19711	4.98839	4.79322	4.61050	4.43922
13	12.13374	11.34837	10.63496	9.98565	9.39357	8.85268	8.35765	7.90378	7.48690	7.10336	6.74987	6.42355	6.12181	5.84236	5.58315	5.34233	5.11828	4.90951	4.71471	4.53268
14	13.00370	12.10625	11.29607	10.56312	9.89864	9.29498	8.74547	8.24424	7.78615	7.36669	6.98187	6.62817	6.30249	6.00207	5.72448	5.46753	5.22930	5.00806	4.80228	4.61057
15	13.86505	12.84926	11.93794	11.11839	10.37966	9.71225	9.10791	8.55948	8.06069	7.60608	7.19087	6.81086	6.46238	6.14217	5.84737	5.57546	5.32419	5.09158	4.87586	4.67547
16	14.71787	13.57771	12.56110	11.65230	10.83777	10.10590	9.44665	8.85137	8.31256	7.82371	7.37916	6.97399	6.60388	6.26506	5.95423	5.66850	5.40529	5.16235	4.93770	4.72956
17	15.56225	14.29187	13.16612	12.16567	11.27407	10.47726	9.76322	9.12164	8.54363	8.02155	7.54879	7.11963	6.72909	6.37286	6.04716	5.74870	5.47461	5.22233	4.98966	4.77463
18	16.39827	14.99203	13.75351	12.65930	11.68959	10.82760	10.05909	9.37189	8.75563	8.20141	7.70162	7.24967	6.83991	6.46742	6.12797	5.81785	5.53385	5.27316	5.03333	4.81219
19	17.22601	15.67846	14.32380	13.13394	12.08532	11.15812	10.33560	9.60360	8.95011	8.36492	7.83929	7.36578	6.93797	6.55037	6.19823	5.87746	5.58449	5.31624	5.07003	4.84350
20	18.04555	16.35143	14.87747	13.59033	12.46221	11.46992	10.59401	9.81815	9.12855	8.51356	7.96333	7.46944	7.02475	6.62313	6.25933	5.92884	5.62777	5.35275	5.10086	4.86958
21	18.85698	17.01121	15.41502	14.02916	12.82115	11.76408	10.83553	10.01680	9.29224	8.64869	8.07507	7.56200	7.10155	6.68696	6.31246	5.97314	5.66476	5.38368	5.12677	4.89132
22	19.66038	17.65805	15.93692	14.45112	13.16300	12.04158	11.06124	10.20074	9.44243	8.77154	8.17574	7.64465	7.16951	6.74294	6.35866	6.01133	5.69637	5.40990	5.14855	4.90943
23	20.45582	18.29220	16.44361	14.85684	13.48857	12.30338	11.27219	10.37106	9.58021	8.88322	8.26643	7.71843	7.22966	6.79206	6.39884	6.04425	5.72340	5.43212	5.16685	4.92453
24	21.24339	18.91393	16.93554	15.24696	13.79864	12.55036	11.46933	10.52876	9.70661	8.98474	8.34814	7.78432	7.28288	6.83514	6.43377	6.07263	5.74649	5.45095	5.18223	4.93710
25	22.02316	19.52346	17.41315	15.62208	14.09394	12.78336	11.65358	10.67478	9.82258	9.07704	8.42174	7.84314	7.32998	6.87293	6.46415	6.09709	5.76623	5.46691	5.19515	4.94759
26	22.79520	20.12104	17.87684	15.98277	14.37519	13.00317	11.82578	10.80998	9.92897	9.16095	8.48806	7.89566	7.37167	6.90608	6.49056	6.11818	5.78311	5.48043	5.20601	4.95632
27	23.55961	20.70690	18.32703	16.32959	14.64303	13.21053	11.98671	10.93516	10.02658	9.23722	8.54780	7.94255	7.40856	6.93515	6.51353	6.13636	5.79753	5.49189	5.21513	4.96360
28	24.31644	21.28127	18.76411	16.66306	14.89813	13.40616	12.13711	11.05108	10.11613	9.30657	8.60162	7.98442	7.44120	6.96066	6.53351	6.15204	5.80985	5.50160	5.22280	4.96967
29	25.06579	21.84438	19.18845	16.98371	15.14107	13.59072	12.27767	11.15841	10.19828	9.36961	8.65011	8.02181	7.47009	6.98304	6.55088	6.16555	5.82039	5.50983	5.22924	4.97472
30	25.80771	22.39646	19.60044	17.29203	15.37245	13.76483	12.40904	11.25778	10.27365	9.42691	8.69379	8.05518	7.49565	7.00266	6.56598	6.17720	5.82939	5.51681	5.23466	4.97894