

Univerzitet Singidunum

Departman za poslediplomske studije

Master studije

Studijski program – poslovna ekonomija

Master rad

**TEMA:Finansijsko poslovanje energetskog
sektora u Srbiji na primeru Elektroprivrede
Srbije**

MENTOR:

Prof.dr Zoran Jović

STUDENT:

Nenad Milosavljević

Sadržaj:

Uvod	1
I Metodologija društvenih istraživanja	2
1.1. Predmet istraživanja	2
1.2. Značaj istraživanja rada	2
1.3. Ciljevi istraživanja	2
1.4. Hipoteze istraživanja	2
1.5. Metode istraživanja	3
1.6. Struktura rada	4
II. Pojam bilans stanja i bilans uspeha	5
2.1 Bilans stanja	5
2.2 Bilans uspeha	7
2.3. Finansijska analiza	8
2.4. Analiza finansijskih izveštaja preduzeća	9
III. Finansijsko poslovanje u Elektroprivredi Srbije u 2011 godini (Racio analiza)	12
3.1. Finansijsko poslovanje u Elektroprivredi Srbije u 2011 godini (bilans uspeha i bilans stanja)	13
3.2. Racio analiza likvidnosti	16
3.2.1. Racio opšte likvidnosti (ROL)	17
3.2.2. Racio reducirane likvidnosti (RRL)	18
3.2.3. Neto obrtna sredstva	19
3.3. Racio analiza aktivnosti	20
3.3.1. Koeficijent obrta kupaca (KOK)	21

3.3.2. Koeficijent obrta zaliha (KOZ)	22
3.3.3. Koeficijent obrta dobavljača (KOD)	23
3.3.4. Koeficijent obrta stalne imovine	25
3.3.5. Koeficijent obrta ukupne poslovne imovine (KOUPI)	25
3. 4. Pokazatelji finansijske strukture	26
3.4.1. Racio analiza zaduženosti (solventnosti)	28
3.4.2. Racio analiza strukture kapitala (D/E racio)	28
3.4.3. Odnos dugoročnih dugova prema dugoročnim izvorima	30
3.4.4. Pokazatelji pokrića	30
3.5. Pokazatelj rentabilnosti	33
3.5.1. Pokazatelj stope dobitka (marža prinosa)	34
3.5.2. Pokazatelji stope prinosa	36
3.5.3. Du Pont analiza	39
3.6. Pokazatelji ekonomičnosti	41

IV. Finansijsko poslovanje u Elektroprivredi Srbije u 2012 godini (Racio analiza)	42
4.1. Finansijsko poslovanje u Elektroprivredi Srbije u 2012 godini (bilans uspeha I bilans stanja)	42
4.2. Racio analiza likvidnosti	46
4.2.1. Racio opšte likvidnosti (ROL)	48
4.2.2. Racio reducirane likvidnosti (RRL)	48
4.2.3. Neto obrtna sredstva	49
4.3. Racio analiza aktivnosti	49
4.3.1. Koeficijent obrta kupaca (KOK)	50
4.3.2. Koeficijent obrta zaliha (KOZ)	50

4.3.3 Koeficijent obrta dobavljača (KOD)	51
4.3.4. Koeficijent obrta stalne imovine	51
4.3.5. Koeficijent obrta ukupne poslovne imovine (KOUPI)	51
4. 4. Pokazatelji finansijske strukture	52
4.4.1. Racio analiza zaduženosti (solventnosti)	53
4.4.2. Racio analiza strukture kapitala (D/E racio)	55
4.4.3. Odnos dugoročnih dugova prema dugoročnim izvorima	55
4.4.4. Pokazatelji pokrića	56
4.5. Pokazatelj rentabilnosti	56
4.5.1. Pokazatelj stope prinosa	57
4.5.2. Du Pont analiza	57
4.6. Pokazatelji efektivnosti	59
4.7. Ograničenja i upotrebljivost racio analize	63
Zaključak	66
Literatura	68

Uvod

U ovom master radu će biti sagledano finansijsko poslovanje energetskog sektora u Srbiji na primeru poslovanja Elektroprivrede Srbije. Stil menadžment organizacije u procesu donošenja odluka se odražava i menja u zavisnosti od promena internog i eksternog okruženja u kome organizacija obavlja operacije. U prvom delu master rada će biti sagledane osnove metodologije istraživanja u poslovanju velike kompanije, koja posluje kao javno državno preduzeće. Sve vrste istraživanja koje će biti prikazane u prvom delu master rada su veoma važne za poslovanje u Elektroprivredi Srbije. Ta istraživanja imaju bitne karakteristike sa kojima se sagledavaju buduća kretanja u poslovanju preduzeća. U drugom delu master rada će biti prikazano pojam bilansa stanja i bilansa uspeha, kao i finansijsko izveštavanje u preduzeću. U trećem delu master rada će biti prikazano finansijsko poslovanje Elektroprivrede Srbije u 2011. godini uz pomoć racio analize. U četvrtom delu master rada će biti prikazano finansijsko poslovanje Elektroprivrede Srbije u 2012. godini uz pomoć racio analize.

I Metodologija istraživačkog rada

1.1. Predmet istraživanja rada

Predmet istraživanja ovog rada jeste analiza finansijskog izveštaja poslovanja „Elektroprivrede Srbije“. Finansijsko izveštavanje je obezbeđivanje informacija o finansijskom položaju i uspešnosti poslovanja kompanije i upravo to čini polazište predmeta istraživanja rada.

Problem istraživanja predstavlja na koji način država treba da finansira sredstva u poslovanje Elektroprivrede Srbije koji bi bio efikasan u budućem periodu tranzicije.

1.2. Značaj istraživanja

Značaj istraživanja je u bližem razumevanju finansijskog poslovanja u Elektroprivredi Srbije sa posebnim osvrtom na finansijske rezultate poslovanja kompanije u 2011. i 2012. godini. U istraživanju su korišćene teorijske i empirijske aktuelnosti. Istraživanja su opšta saznanja, stručna literatura i javno dostupni podaci koji su bili dostupni putem interneta, naučnih foruma i biblioteka.

1.3. Ciljevi istraživanja

Ciljevi istraživanja su naučni i društveni.

Naučni cilj ovog istraživanja je opis i analiza svih elemenata finansijskog i revizorskog izveštavanja.

Društveni cilj jeste taj da rezultati istraživanja do kojih se došlo pomažu preduzeću da svoje poslovanje učini dostupnim javnosti.

1.4. Hipoteze istraživanja

Generalna hipoteza: Finansijsko poslovanje u Elektroprivredi Srbije u dve finansijske godine: 2011 i 2012 godina.

Posebne hipoteze:

- Međunarodni računovodstveni standardi (MPS) i Međunarodni standardi finansijskih izveštavanja (MSFI) definišu sastavljanja finansijskih izveštaja,
- Zakon o računovodstvu i reviziji reguliše finansijsko i revizorsko izveštavanje preduzeća,
- Najznačajniji dokumenti koji determinišu oblast revizije su INTOSAI standardi, GAGAS standardi i etički kodeks za revizore javnog sektora,
- Horizontalna i vertikalna analiza determinišu postupak analize finansijskog izveštavanja,
- Finansijski pokazatelji definišu finansijsko stanje preduzeća.

1.5. Metode istraživanja

Uzimajući u obzir kompleksnost proučavanja predmeta istraživanja u procesu istraživanja, korišćene su metode i tehnike koje su adekvatne istraživanju ekonomskih pojava, procesa i problema koje proizilaze iz analize finansijskih izveštaja.

Metode istraživanja u ovom radu su:

- Od osnovnih metoda¹: dedukcija, metod analize, apstrakcija – (osnovne analitičke metode), indukcija, metod sinteze – (osnovne sintetičke metode).
- Od opštenaučnih metoda: hipotetičko – deduktivna metoda, statistička, komparativna.
- Metode i tehnike prikupljanja podataka: analiza sadržaja.

U istraživanju korišćene su metode prema navedenim kriterijumima:

Opštost – ovo istraživanje je pojedinačno (obuhvata samo jednu komponentu pojave u strogo određenoj jedinici vremena i prostora),

Svojstvo predmeta – ovo istraživanje je empirijsko – teorijsko,

Vreme – ovo istraživanje je transversalno (bavi se presekom pojava u jednom vremenskom odsečku),

Pripadnost nauci – ovo istraživanje je interdisciplinarno (predmet istraživanja obuhvata više disciplina jedne nauke),

¹ Miljević M., Metodologija društvenih istraživanja, Univerzitet Singidunum, Pale, 2007

Aktuelnost predmeta istraživanja – ovo istraživanje kombinovano (predmet istraživanja čini istovremeno prošlost, sadašnjost i budućnost),

Svrha istraživanja – ovo istraživanje je verifikatorno (usmereno na proveru postojećeg naučnog saznanja),

Funkcija istraživanja – nastoji da naučna saznanja naučne teorije obradi tako da utvrdi mogućnost njihove praktične primene.

Primenom navedenih metoda istraživanja postiže se ostvarivanje opšteg, naučnog i društvenog cilja istraživanja.

1.6. Struktura rada

U prvom delu master rada će biti prikazana metodologija istraživačkog rada kroz predmet istraživanja, ukazaće se na njegov značaj, ustanoviti njegov naučni i društveni cilj, postaviti hipoteze, metode istraživanja.

U drugom delu master rada će biti prikazan pojam bilansa stanja i bilansa uspeha, kao i analiza izveštavanja u preduzeću.

U trećem delu master rada će biti finansijsko poslovanje Elektroprivrede Srbije za 2011. godinu pomoću finansijskih pokazatelja (Racio analiza).

U četvrtom delu master rada će biti obrađeno i prikazano poslovanje Elektroprivrede Srbije za 2012. godinu pomoću finansijskih pokazatelja (Racio analiza).

II Pojam bilansa stanja i bilansa uspeha

2.1. Bilans stanja

Bilans stanja je trenutna slika finansijskog položaja neke kompanije na određeni dan. On pokazuje veličinu i strukturu sredstva i izvora finansiranja.

Struktura sredstava - aktiva, ukazuje na način na koji su sredstva uložena (investiciona aktivnost), dok struktura izvora finansiranja, pasiva ukazuje na efekte finansijske aktivnosti, odnosno finansijsku strukturu nekog preduzeća. Aktiva preduzeća koja zadovoljava prethodno nabrojane karakteristike se dalje u bilansu stanja i deli na sledeće:

- Stalna (fiksna, dugoročna) sredstva,
- Obrtna (tekuća, kratkoročna) sredstva.

Stalna ili dugoročna sredstva se mogu podeliti na:

- Materijalna (nekretnine, postrojenja, oprema),
- Nematerijalna (naučno i tehničko znanje, dizajn, implementacija novih procesa ili sistema, licence, intelektualna imovina, tržišno znanje, trgovačke marke),
- Dugoročni finansijski plasmani (zajmovi dati drugim preduzećima, ulaganja zadržana do dospeća – obveznice drugih preduzeća i učešća u kapitalu).

Kratkoročna i obrtna sredstva se mogu razvrstati na:

- Zalihe (materijala, gotovih proizvoda, nedovršene proizvodnje, robe..),
- Kupci i druga potraživanja,
- Dati avansi,
- Ostala kratkoročna potraživanja,
- Novac i novčani ekvivalenti (gotovina u blagajni, depoziti po viđenju, akcije, obveznice, komercijalni i blagajnički zapisi i dr.).

Izvori sredstava preduzeća ili pasiva pokazuju poreklo imovine, odakle imovina u aktivu preduzeća potiče. U bilansu stanja poreklo imovine može biti određeno kao:

- Sopstveni kapital (čista imovina, kapital vlasnika) i
- Pozajmljeni kapital preduzeća (obaveze i dugovi, kapital poverilaca).

Sopstveni kapital se obračunski utvrđuje kao razlika između vrednosti ukupne aktive i ukupnih obaveza tj. $\text{Sopstveni kapital} = \text{Aktiva} - \text{Obaveze}$. Sopstveni kapital je po svojim karakteristikama specifična računovodstvena kategorija. On nema dospeće i predstavlja garantnu supstancu za poverioce, isplate vlasnicima zavise od visine dobitka i daje pravo na upravljanje preduzećem.

Pozajmljeni kapital preduzeća čine obaveze preduzeća prema trećim licima. Obaveze se mogu definisati kao sadašnje obaveze koje su proizašle iz prošlih ekonomskih događaja preduzeća i čije podmirenje (likvidacija) podrazumeva odliv resursa preduzeća (najčešće odliv novca ili nekog drugog novca za podmirenje obaveza). Obaveze preduzeća su sve obaveze dužnika koje postoje u sadašnjem vremenskom periodu tj. na dan sastavljanja bilansa stanja. Obaveza nastaje kao rezultat neke prošle transakcije. Obaveze se mogu klasifikovati kao:

- Dugoročne,
- Kratkoročne.

Neka obaveza se može razvrstati kao kratkoročna, ako su zadovoljene sledeće karakteristike:

- Obaveza će se podmiriti u redovnom toku poslovnog ciklusa,
- Obaveza će se podmiriti u periodu do 12 meseci od datuma bilansa stanja.

Sve ostale obaveze koje ne zadovoljavaju ove kriterijume razvrstavaju kao dugoročne. Obaveze preduzeća se još mogu razvrstati kao:

- Dugovi (dugoročni, kratkoročni bankarski krediti, obaveze za obveznice i dr.),
- Tekuće obaveze (dobavljači, obaveze za kamate, obaveze za poreze).

Osnovna karakteristika svih obaveza je da nose određen finansijski rizik za preduzeće. Finansijski rizik postoji i zato što preuzimanje obaveza značajno utiče na likvidnost i solventnost. Likvidnost je sposobnost preduzeća da na kratki rok izmiri dospele obaveze, dok je solventnost sposobnost preduzeća da u dugom vremenskom roku podmiruje dospele obaveze.

Posle razrade sadržine bilansa stanja možemo ovaj finansijski izveštaj prikazati pomoću modifikovane osnovne računovodstvene jednačine:

$Aktiva = Obaveze + Kapital$

$Stalna + Obrtna sredstva = Obaveze + Kapital$

Bilans stanja kao računovodstveni izveštaj sadrži veći broj različitih informacija koje su potrebne korisnicima za utvrđivanje finansijskog položaja nekog preduzeća.

2.2. Bilans uspeha

Bilans uspeha je računovodstveni izveštaj u kojem su iskazani ostvareni prihodi i rashodi preduzeća u određenom obračunskom periodu. Za razliku od bilansa stanja koji pokazuje finansijsku poziciju na tačno određeni dan, bilans uspeha je periodičan izveštaj. Smisao bilansa uspeha je da se prikažu prihodi i rashodi za određeni period. Kada govorimo o sastavljanju bilansa uspeha, zapravo mislimo o finansijskom izveštaju za određeni vremenski period (jedan mesec, kvartal, polugodišnji, godišnji).

Bilans uspeha ima primat u odnosu na bilans stanja, jer se dugo vremena smatralo da je uspešnost preduzeća iskazana kroz rezultat (dobitak ili gubitak). Informacije o uspešnosti preduzeća su neophodne da se proceni buduća sposobnost preduzeća, da stvara novčane tokove i odbacuje prinose za različite korisnike (dividende za investitore, kamate i sl.). Dobitak se ovde javlja kao osnovno merilo uspešnosti preduzeća kao celine, a dobitak obračunat u bilansu uspeha je često i komponenta nekih bitnih finansijskih pokazatelja (dobitak po akciji, stope prinosa.).

Elementi koji određuju visinu dobitka su prihodi i rashodi.

Prihodi se definišu kao povećanja ekonomskih koristi tokom obračunskog perioda u obliku priliva ili povećanja sredstava, odnosno smanjenja obaveza što dovodi do povećanja sopstvenog kapitala. Dobici predstavljaju stavke koje zadovoljavaju kriterijume prihoda, ali proističu iz rizičnih i nepredvidivih aktivnosti preduzeća. Dobici su po kvalitetu nižeg ranga od poslovnih prihoda, zato što su posledica nastajanja događaja koji nisu kontinuirani. Rashodi kao negativna komponenta ukupne uspešnosti preduzeća se tretiraju kao gubici i troškovi koji proističu iz uobičajenih aktivnosti (poslovni i finansijski rashodi).

Redovni prihodi i rashodi su povezani sa obavljanjem osnovne delatnosti ili se javljaju kao posledica obavljanja osnovne delatnosti preduzeća.

Utvrđivanje rezultata preduzeća smatra se jednim od osnovnih ciljeva računovodstva. Rezultat se utvrđuje razlikom između ostvarenih prihoda i rashoda u određenom obračunskom periodu na sledeći način:

Prihodi – Rashodi = Rezultat,

Dobitak, $Pr > R$ ili

Gubitak $R > Pr$.

2.3.Finansijska analiza

Počeci korišćenja nekih tehnika finansijske analize vezuju se za 30-te godine ovog veka, a koincidiraju sa velikom ekonomskom krizom (1929.-1933.). Problemi održanja likvidnosti i kapitala, koji su se manifestovali kroz masovna bankrotstva (propadanja) preduzeća, bili su neposredan povod za pokušaje dubljeg analitičkog sagledavanja aktivnosti preduzeća. Ideja je bila da se kroz sagledavanje i analitičku interpretaciju informacija o ostvarenim aktivnostima i rezultatima preduzeća blagovremeno uoče i koriguju eventualne slabosti i neusklađenosti u tekućem poslovanju i tako izbegnu eventualni budući finansijski problemi. Od tog vremena, tehnike finansijske analize su veoma usavršene i danas su nezaobilazan instrument finansijskog upravljanja. U suštini, analiza prošlih poslovnih događaja je "sračunata" na ocenu ranijih odluka u vezi sa upravljanjem poslovnim životom preduzeća i na pribavljanje svih obaveštenja relevantnih za koncipiranje poslovnih odluka usmerenih na održavanje i razvoj preduzeća u budućnosti².

Finansijska analiza, u današnjem smislu reči, kroz evaluaciju finansijskih performansi u prošlosti i/ili sadašnjosti, kao osnove za procenu budućih perspektiva preduzeća, predstavlja spoj prošlosti i sadašnjosti. U suštini, finansijska analiza nema autonomnih ciljeva već su oni podređeni interesima analitičara i korisnika njenih rezultata. U skladu sa tim finansijska analiza se može klasifikovati prema različitim kriterijumima: korisnicima, predmetu analize, vremenu posmatranja, načinu pripreme podataka, instrumentima analize³...

² Ranković J., Upravljanje finansijama preduzeća, IV izdanje, Centar Beograd, 1989, str 174

³ Opširnije, Ranković J, citirano delo, 1989, str 179

Ako se ima u vidu da je suština upravljanja finansijama preduzeća donošenje racionalnih investicionih i finansijskih odluka (odluka o ulaganju u poslovna sredstva i načinu finansiranja tih ulaganja), onda finansijska analiza primerena tim zahtevima treba da omogući relevantnu procenu:

- a) tekuće finansijske pozicije preduzeća;
- b) potreba proširenja poslovne aktivnosti;
- c) potreba pribavljanja dodatnih izvora finansiranja.

Pomenute procene, u stvari, predstavljaju informacionu osnovu za upravljanje finansijama preduzeća čije stvaranje podrazumeva analizu finansijskih izveštaja preduzeća (*Financial statement analysis*).

2.4. Analiza finansijskih izveštaja preduzeća

Predmet finansijske analize su finansijski izveštaji proizašli iz računovodstva preduzeća kroz redovan zaključak poslovnih knjiga. Činjenica da se računovodstveni izveštaji ne produkuju prevashodno za analitičke potrebe, već nameću obavezu analitičaru da informacionu osnovu prilagodi zahtevima finansijske analize. U tom kontekstu, obično je za valjanu i uspešnu analizu neophodno:

1. pripremiti finansijske izveštaje (informacionu osnovu) za analizu, odnosno
 - a) razmotriti upotrebljivost bilansnih podataka tj. adekvatnost primenjenih postupaka bilansiranja (pravilnost alokacije rashoda i prihoda na obračunske periode i uvažavanje monetarnih fluktuacija),
 - b) izvršiti konsolidovanje bilansa stanja i uspeha,
 - c) klasifikovati bilansne podatke,
2. izabrati adekvatne instrumente analize i fiksirati karakteristične (analitički značajne) bilansne (finansijske) relacije.

Među različitim instrumentima analize finansijskih izveštaja preduzeća (metod vizuelizacije, račun pokrića, analiza tokova, analiza neto obrtnog fonda) najčešće se koristi tzv. racio analiza bilansa.

Pod raciom se obično podrazumeva odnos jedne veličine prema drugoj. Mnogo potpuniju i realniju sliku kvaliteta konkretnog efekta aktivnosti pruža podatak o iznosu sredstava koji je upotrebljen za njegovo sticanje (odnos visine dobitka i sredstva). Utisak je još kompletniji ako se visina konkretnog dobitka uporedi sa ranije

ostvarenim efektima u preduzeću (vremenska uporedivost – trend), odnosno sa dobicima istih ili sličnih preduzeća (prostorno poređenje ostvarenog dobitka).

U tom kontekstu, racio analiza finansijskih izveštaja se bavi istraživanjem i kvantificiranjem analitičkih važnih odnosa između pojedinih bilansnih i finansijskih kategorija radi sagledavanja i ocene finansijskog položaja i rentabilnosti preduzeća.

Cilj tog sagledavanja nije samo ex post konstatacija stanja u prošlosti i/ili sadašnjosti već prevashodno pokušaj da se na bazi tih konstatacija anticipira finansijski položaj i zarađivačka sposobnost preduzeća u budućnosti. Racio analiza, u neku ruku, predstavlja i pokušaj da se kroz standardizovanje karakterističnih odnosa obezbedi uporedljivost finansijskih performansi preduzeća koja su inače neuporediva (delatnost, veličina, pravna forma itd.).

Za ocenu finansijskog položaja i zarađivačke sposobnosti preduzeća nije dovoljno samo konstatovati određena stanja ili odnose. Potpuna slika o preduzeću se može steći tek kad su stanja konstatovana analizom uporede sa odgovarajućim standardima i utvrde eventualna odstupanja. U tom kontekstu, ne treba ni naglašavati koliko je važan i složen problem iznalaženja adekvatnih standarda.

Praksa za određene analitičke interesantne odnose poznaje široku lepezu mogućih standarda, koji mogu proizlaziti iz iskustva samog analitičara (mentalni standardi) ili karakteristika okruženja.

Ostavljajući po strani brojne varijante mogućih standarda, današnja shvatanja racio analize insistiraju na njihovoj oceni u kontekstu:

- vremena (analiza trenda) i
- prostora (poređenje sa drugima).

Analiza trenda podrazumeva poređenje utvrđenih karakterističnih odnosa sa istim veličinama u bližoj ili daljoj prošlosti preduzeća (istorijski standardi), kao i sa očekivanim budućim kretanjima tih odnosa, zacrtanim u odgovarajućim projekcijama i planovima aktivnosti preduzeća (standardi izvedeni iz operativno-finansijskog plana preduzeća). Pri analizi trenda pojedinih odnosa, pored sagledavanja kretanja relativnog odnosa pojedinih veličina korisno je proanalizirati i kretanje pojedinih apsolutnih veličina u okviru odnosa (kretanje visine obrtnih sredstava, kratkoročnih obaveza, neto dobitka itd.). Prostorno poređenje utvrđenih odnosa podrazumeva njihovo odmeravanje sa odnosima u sličnim preduzećima (granski standardi) ili prosecima za određenu granu ili industriju kao celinu u tom trenutku. Praktično, tek

konstatovana odstupanja daju pravu sliku o finansijskim performansama preduzeća (slabostima ili prednostima), odnosno u njima su sadržani putokazi za različite akcije u pravcu maksimalnog korišćenja komparativnih prednosti uz eliminisanje uočenih nedostataka. Korekcija konstatovanih stanja u pravcu poboljšanja sadašnjih i budućih performansi preduzeća je prava svrha evaluacije finansijskih performansi preduzeća.

Mada veći obim podataka o aktivnosti i efektima preduzeća daje osnovu za sveobuhvatniju i dublju finansijsku analizu, analitičar mora biti strogo pragmatičan. Iako se između pojedinih finansijskih kategorija i bilansnih pozicija može uspostaviti izuzetno mnogo odnosa. Analiza se mora ograničiti na analitički najinteresantnije odnose. Iz tih razloga se u literaturi sreću vrlo različita shvatanja vrsta i broja analitičkih važnih odnosa finansijskih veličina. Mada ne postoji opšte prihvaćena klasifikacija najvažnijih pokazatelja, oni se uslovno mogu klasifikovati u nekoliko osnovnih grupa:

- pokazatelji likvidnosti
- pokazatelji aktivnosti;
- pokazatelji strukture finansiranja;
- pokazatelji rentabilnosti (profitabilnosti);
- pokazatelji tržišne vrednosti.
- pokazatelj ekonomičnosti

Za ilustraciju daljih izlaganja vezanih za evaluaciju finansijskih performansi preduzeća neophodno je poslužiti se konkretnom finansijskom situacijom preduzeća, kao podlogom za objašnjenja određenih tehnika finansijske analize i interpretaciju dobijenih rezultata. Stoga su u narednim *Tabelama 1 i 2* dati sukcesivni bilansi stanja i uspeha preduzeća Elektroprivrede Srbije u 2011 i 2012 godini, koji pokrivaju period finansijskog poslovanja od dve finansijske godine.

Podaci o vrednostima pojedinih bilansnih pozicija dati su u hiljadama din., a vrednosti vezane za tržišnu cenu akcija u din., o čemu se mora voditi računa prilikom utvrđivanja pojedinih pokazatelja.

III Finansijsko poslovanje u Elektroprivredi Srbije u 2011 godini (racio analiza)

3.1. Finansijsko poslovanje EPS u 2011 godini

Ostvarena dobit u poslovanju rezultat je izvršene procene vrednosti osnovnih sredstava pri čemu je povećanje knjigovodstvene vrednosti nekretnina, postrojenja i opreme priznato kao prihod u bilansu uspeha do iznosa do kojeg se stornira revalorizaciono smanjenje istih sredstava. Opređeljujući uticaj na uvećanje rashoda najvećim delom je rezultat povećane nabavke električne energije usled velike suše. Troškovi nabavke električne energije iskazani u konsolidovanom bilansu EPS – a za 2011 godinu, veći su za 12 odsto od ostvarenih u prošloj godini, a procena vrednosti osnovnih sredstava uslovia je rast troškova amortizacije za 19 odsto u odnosu na prošlu godinu. Akumulirani gubici u poslovanju iznose 126 milijardi dinara. Finansijski status preduzeća sa stanovišta likvidnosti i rentabilnosti još uvek je nepovoljan u uslovima velike zaduženosti iz prošle godine. Stanje ukupnih obaveza na dan 31. decembar 2011 godine iznosi 157 milijardi dinara, a potraživanja 165 milijardi dinara (bruto). Učešće ukupnih obaveza u kapitalu i rezervama iznosi 15,4 odsto. Kratkoročne obaveze čine 61,3 odsto ukupnih obaveza.

Pozicija	AOP	stanje na dan 31.12.2011	stanje na dan 31.12.2010.	Indeks
1	2	3	4	5
Aktiva				
A Stalna imovina (002+003+004+009)	1	1.150.623.635	528.362.104	218
I Neuplaćeni upisani kapital	2	0	0	0
II Goodwil	3	0	0	0
III Nematerijalna ulaganja	4	2.558.133	2.481.616	103
IV Nekretnine, postrojenja, oprema i biološka sredstva (006+007+008)	5	1.145.701.098	522.720.300	219
1. Nekretnine, postrojenja, oprema	6	1.145.125.238	522.471.284	219
2. Investicione nekretnine	7	379.069	52.225	726
3. Biološka sredstva	8	196.791	196.791	100
V Dugoročni finansijski rezultati (008+009)	9	2.364.404	3.160.188	75
1. Učešća u kapitalu	10	981.401	1.481.113	66
2. Ostali dugoročni finansijski plasmani	11	1.383.003	1.679.075	82
B. Obrtna imovina (13+14+15+21)	12	102.949.867	98.555.727	104
I Zalihe	13	27.297.606	27.858.299	98
II Stalna sredstva namenjena prodaji i sredstva poslovanja koje se obustavlja	14	0	0	0
III. Kratkoročna potraživanja, plasmani i gotovina (13+14+15+16)	15	75.652.261	70.697.428	107
1. Potraživanja	16	66.533.152	60.744.310	110
2. Potraživanja za više plaćen porez na dobitak	17	0	0	0
3. Kratkoročni finansijski plasmani	18	2.872.660	1.898.285	151
4. Gotovinski ekvivalenti i gotovina	19	5.472.037	6.053.650	90
5. Porez na dodatu vrednost i aktivna vremenska razgraničenja	20	774.412	2.001.183	39
IV Odložena poreska sredstva	21	0	0	0
B. Poslovna imovina (1+12)	22	1.253.573.502	626.917.831	200
G. Gubitak iznad visine kapitala	23	0	0	0
D. Ukupna aktiva (22+23)	24	1.253.573.502	626.917.831	200
Đ. Vanbilansna aktiva	25	186.822.501	140.500.302	133

Tabela 1: Bilans stanja u 2011. godini - aktiva

Tabela 2: Bilans stanja – pasiva za 2011. godinu⁴

Pozicija	AOP	Stanje na dan 31.12.2011	Stanje na dan 31.12.2010
1	2	3	4
Pasiva			
A. Kapital (102+103+104+105+106+107+108-109- 110)	101	1.014.602.503	453.021.104
I. Osnovni kapital	102	359.982.519	359.983.647
II. Neuplaćeni upisani kapital	103	0	0
III. Rezerve	104	0	0
IV. Revalorizacije rezerve	105	781.742.820	245.680.511
V. Nerealizovani dobiti po osnovu hartija od vrednosti	106	21.952	399.870
VI. Nerealizovani gubici po osnovu hartija od vrednosti	107	663.883	475.535
VII. Neraspoređeni dobitak	108	0	0
VIII. Gubitak	109	126.480.955	152.567.389
IX. Otkupljene sopstvene akcije	110	0	0
B. Dugoročna rezervisanja i obaveze (112+113+116)	111	156.673.546	151.048.727
I. Dugoročna rezervisanja	112	12.340.596	10.848.301
II. Dugoročne obaveze (114+115)	113	48.214.119	53.336.739
1. Dugoročni krediti	114	45.541.497	49.869.952
2. Ostale dugoročne obaveze	115	2.672.622	3.466.787
III. Kratkoročne obaveze (117+118+119+120+121+122)	116	96.118.831	86.863.687
1. Kratkoročne finansijske obaveze	117	17.682.434	16.224.457
2. Obaveze po osnovu sredstava namenjenih prodaji i sredstava poslovanja koje se obustavlja	118	0	0
3. Obaveze iz poslovanja	119	52.089.907	42.047.843
4. Ostale kratkoročne obaveze	120	2.978.904	6.160.938
5. Obaveze na osnovu poreza na dodatu vrednost i ostalih javnih prihoda pasivna vremenska ograničenja	121	20.835.728	22.350.989
6. Obaveze na osnovu poreza na dobitak	122	2.531.858	79.460
V. Odložene poreske obaveze	123	82.297.453	22.848.000
G. Ukupna pasiva (101+111+123)	124	1.253.573.502	626.917.831
D. Vanbilansna pasiva	125	186.822.501	140.500.302

⁴ www.eps.rs

Tabela 3: Bilans uspeha za 2011 godinu⁵

Elementi	Ostvarenje 2011	Plan 2011	Indeks	
			(3/4)	(3/5)
1	2	3		
I Poslovni prihod	190.325.398	181.470.012	105	110
II Poslovni rashod	179.098.106	167.359.172	107	113
1. Nabavka električne energije	22.675.997	18.888.521	120	112
2. Troškovi materijala i goriva	14.153.902	13.647.049	104	114
3. Održavanje	20.509.372	15.985.920	128	111
4. Amortizacija	42.965.542	37.280.049	115	119
5. Troškovi zaposlenih	46.982.402	46.185.217	102	113
6. Osiguranje	1.918.524	2.101.757	91	103
7. Obaveza prema državi	10.293.977	12.575.704	82	91
8. Ostali poslovni rashodi	19.598.390	20.694.955	95	123
I - II Rezultat iz poslovnog odnosa	11.227.292	14.110.840	80	77
III Prihod od finansiranja	9.892.874	10.731.997	92	80
IV Rashodi finansiranja	4.020.216	8.965.149	45	32
III - IV Rezultat iz finansijskog odnosa	5.872.658	1.766.848	332	0
V Ostali prihodi	53.941.242	907.301	5.945	866
VI Ostali rashodi	41.636.633	26.467.632	157	176
V - VI Rezultat iz poslovnog odnosa	12.504.609	-25.560.331	0	0
VII Dobitak koji se obustavlja	0	0	0	0
VIII Gubitak koji se obustavlja	0	0	0	0
VII - VIII Neto dobitak/ gubitak poslovanja koji se obustavlja	0	0	0	0
A Ukupan prihod (I + III + V + VII)	254.159.514	193.109.310	132	133
B Ukupan rashod (II + IV + VI + VIII)	224.554.955	202.791.953	111	116
A - B Ukupan finansijski rezultat	29.604.559	-9.682.643	0	0
Poreski rashod perioda	-3.355.878	0	0	0
Odloženi poreski prihodi / rashodi	571.156	0	0	56
Neto ukupan finansijski rezultat	26.819.837	-9.682.643	0	0

⁵ www.eps.rs

3.2.Racio analiza likvidnosti

Likvidnost se obično definiše kao sposobnost preduzeća da izvršava novčane obaveze u punom iznosu i na vreme, a da pri tome očuva potreban obim i strukturu obrtnih sredstava za obavljanje tekućeg poslovanja i kreditni bonitet. Održavanje platežne sposobnosti (likvidnosti) prevashodno je zahtev nametnut preduzeću spolja – od strane poverioca (kreditora), odnosno pravnog sistema. Insistiranje poverilaca na održavanju određenog stepena likvidnosti je izraz čistog pragmatizma, pošto pod ostalim jednakim uslovima, likvidno preduzeće nudi šire garancije da će novčane obaveze ispuniti u celosti i na vreme. Obezbeđenje bezuslovne sposobnosti plaćanja preduzeća pretpostavlja formiranje i držanje rezervi likvidnosti (u obliku gotovine ili uzdrživih imovinskih delova), na nivou koji garantuje likvidnost. U suštini, rezerve likvidnosti znače izvlačenje dela imovine preduzeća iz neposrednog procesa aktivnosti, a eksplicitna cena takvog postupka je gubitak prinosa koji se mogao ostvariti da su rezerve likvidnosti neposredno uključene u proces aktivnosti.

Suština problema upravljanja likvidnošću proizlazi iz činjenice da preduzeću dospele obaveze, u normalnim okolnostima, mogu se isplatiti isključivo gotovinom. Potrebna gotovina za tu isplatu pribavlja se bilo prodajom i naplatom proizvoda, usluga ili drugih unovčivih imovinskih delova, bilo iz izvora izvan poslovnog procesa. U tom kontekstu, likvidnost preduzeća obično se poistovećuje sa konvertibilnošću pojedinih imovinskih delova u gotovinu. U tim razmatranjima, gotovina predstavlja apsolutno likvidnu imovinu ("imovinu nad imovinom"), odnosno merilo u relaciji sa kojim se određuje likvidnost svih ostalih imovinskih delova. Praktično, likvidnost bilo kog sredstva odražava lakoću i brzinu njegove konverzije u gotovinu bez značajnijih transakcionih troškova i gubitka na vrednosti. U mnoštvu faktora koji opredeljuju konvertibilnost (likvidnost) konkretnog sredstva posebno su značajne karakteristike sredstva (vrsta i deljivost), stanje na tržištu, stabilnost cena, troškovi prodaje, itd.

Likvidnost po definiciji predstavlja statičan koncept, mada stalne promene kratkoročnih obaveza preduzeća i gotovine stvaraju iluziju dinamičnosti. Racio analiza likvidnosti treba da pruži informacionu osnovu za odgovor na pitanje: Da li preduzeće Elektroprivreda Srbije raspolaže sa dovoljno gotovine i održivih sredstava da odgovori obavezama koje dospevaju? Pri tome se pod održivim sredstvima obično podrazumevaju delovi obrtne imovine preduzeća (potraživanja i zalihe), koji

se u normalnim okolnostima relativno lako i brzo (pre dospeća obaveza) mogu konvertovati u gotovinu po važećoj tržišnoj ceni⁶. Za testiranje tekuće likvidnosti preduzeća obično se koriste 2 karakteristična odnosa pozicija bilansa stanja, iz kojih se izvode dva pokazatelja: racio opšte likvidnosti i racio reducirane likvidnosti.

3.2.1. Racio opšte likvidnosti (ROL)

ROL se dobija sučeljavanjem ukupne obrtne imovine i kratkoročnih obaveza preduzeća i pokazuje sa koliko dinara obrtne imovine je pokriven svaki dinar kratkoročnih obaveza. Predstavlja indikator zaštićenosti interesa kratkoročnih poverilaca preduzeća, sa čijeg aspekta je poželjno da stepen pokrića kratkoročnih obaveza bude što veći jer su time njihova potraživanja opterećena srazmerno manjim rizikom od nenaplativosti. ROL se smatra grubim testom likvidnosti preduzeća, jer celokupnu obrtnu imovinu preduzeća (gotovina, potraživanja i zalihe) poistovećuje sa likvidnom imovinom. Prema podacima iz Bilansa stanja za 2011. ROL bi se utvrdio iz sledećeg odnosa:

$$\text{ROL} = \text{Obrtna sredstva} / \text{Kratkoročne obaveze} = 102.949.867 / 96.118.831 = 1,07$$

Utvrđeni rezultat pokazuje da je svaki dinar kratkoročnih obaveza preduzeća pokriven sa 1,07 din. obrtne imovine.

U oceni dobijenog rezultata ozbiljan problem predstavlja nepostojanje univerzalnog i opšte prihvaćenog standarda za odnos obrtne imovine i kratkoročnih obaveza, tako da se utvrđeni ROL obično ocenjuje u okviru vremenske (kretanja u prošlosti preduzeća) i prostorne (poređenje sa sličnim preduzećima iz grane) analize. Sigurno je da $\text{ROL} = 1$ predstavlja donju prihvatljivu granicu za ovaj odnos, koja garantuje likvidnost jedino u situaciji kad obrtnu imovinu isključivo čini gotovina i imovinski delovi koji se brzo mogu unovčiti. Mada američka bankarska praksa na bazi pravila finansiranja 2:1 tradicionalno preporučuje kao poželjnu visinu $\text{ROL} = 2$, ta preporuka

⁶ Stančić P., Finansijsko upravljanje i merenje likvidnosti preduzeća: Monografija „Upravljanje ključnim aspektima transformacije preduzeća“, Ekonomski fakultet, Kragujevac, 1999 godine

se ne može smatrati opšte važećim pravilom. Razloge za to treba tražiti u heterogenosti obrtne imovine sa aspekta konvertibilnosti u gotovinu. Stoga se u literaturi kao test validnosti utvrđenog ROL preporučuje dodatna analiza⁷:

- strukture obrtne imovine,
- koeficijenata obrta i perioda konverzije u gotovinu potraživanja i zaliha,
- strukture kratkoročnih obaveza sa aspekta ročnosti.

3.2.2. Racio reducirane likvidnosti (RRL)

RRL respektuje heterogenost obrtne imovine sa aspekta konvertibilnosti u gotovinu i počinje na podeli ukupne obrtne imovine preduzeća na dve kategorije:

- likvidna sredstva (deo obrtne imovine koja se odmah ili u relativno kratkom roku može upotrebiti za isplatu kratkoročnih obaveza, kao što su gotovina, kratkoročna potraživanja i plasmani u kratkoročne hartije od vrednosti),
- manje likvidna sredstva (deo obrtne imovine koja u normalnim okolnostima zahteva nešto duže vreme za konverziju u gotovinu, kao što su zalihe i unapred plaćeni troškovi).

Stavljanjem u odnos likvidne obrtne imovine (ukupna obrtna imovina umanjena za zalihe) i kratkoročnih obaveza preduzeća dobija se znatno rigorozniji test likvidnosti u odnosu na ROL, a sreće se pod nazivima racio reducirane likvidnosti ili racio rigorozne likvidnosti (*Quick ratio*, *Acid test*). Prema podacima iz Bilansa stanja za 2011. iz Tabele 1, RRL bi se utvrdio iz odnosa:

$$\text{RRL} = \frac{\text{Obrtna sredstva} - \text{Zalihe}}{\text{Kratkoročne obaveze}} = \frac{102.949.867 - 27.297.606}{96.118.831} = 0,787$$

Dobijeni rezultat pokazuje da je svaki dinar kratkoročnih obaveza preduzeća pokriven sa 0,787 likvidnih sredstava.

Analogno napomenama učinjenim kod ROL i u ovom slučaju, kod ocene dobijenog rezultata problem predstavlja nepostojanje univerzalnog standarda za odnos likvidne

⁷ Stojilković M., Krstić J., *Finansijska analiza (Teorijske metodološke osnove)*, Ekonomski fakultet, Niš, str 82.

imovine i kratkoročnih obaveza. Utvrđeni RRL obično se ocenjuje u okviru vremenske i prostorne analize. Slično kao i kod ROL, američka bankarska praksa, na bazi pravila finansiranja 1:1 (*Acid test*), preporučuje kao poželjnu visinu RRL = 1. Provera validnosti ove preporuke podrazumeva dublju analizu:

- strukture likvidne imovine,
- koeficijenta obrta i perioda naplate potraživanja,
- strukture kratkoročnih obaveza sa aspekta ročnosti.

3.2.3. Neto obrtna sredstva

U kontekstu pokazatelja likvidnosti vrlo često se ističu neto obrtna sredstva. Neto obrtna sredstva (fond) se utvrđuju kao razlika obrtne imovine i kratkoročnih obaveza, a predstavljaju deo obrtne imovine finansiran iz dugoročnih izvora. NOS nisu realna bilansna pozicija već predstavljaju finansijsku konstrukciju dobijenu modifikacijom podataka sadržanih u bilansu stanja. Mada nisu klasičan racio, NOS tangiraju odnos između obrtne imovine i kratkoročnih obaveza i kao takva se koriste za ocenu likvidnosti. Smatra se, pod ostalim jednakim uslovima (brzini konverzije zaliha i potraživanja u gotovinu), da je preduzeće sa višim NOS likvidnije u odnosu na preduzeće sa manjim NOS. Prema podacima iz Bilansa stanja za 2011. iz Tabele 1, NOS je moguće utvrditi na sledeći način:

$$\text{NOS} = \text{Obrtna imovina} - \text{Kratkoročne obaveze} = 102.949.867 - 96.118.831 = 6.831.036 \text{ dinara.}$$

Evidentno je da je preduzeće u 2011 godini imalo pozitivan iznos neto obrtnih sredstava.

Iz prethodne relacije je očigledno da porast NOS (dugoročno finansirana obrtna imovina) ne mora značiti automatski i porast tekuće likvidnosti merene preko ROL.

Pošto je moguće da preduzeće raspolaže NOS i da istovremeno bude nelikvidno, ROL se smatra objektivnijim merilom tekuće likvidnosti od NOS. Veći iznos NOS je važan indikator perspektivne likvidnosti, jer omogućava preduzeću nova kratkoročna zaduženja bez bitnijeg uticaja na tekuću likvidnost merenu preko ROL.

Saglasno učinjenim napomenama kod ROL i RRL potpunija slika i sigurnija ocena stanja likvidnosti preduzeća može se dati tek posle testiranja karakteristika i obrta pojedinih elemenata obrtne imovine i kratkoročnih obaveza, odnosno posle sagledavanja relevantnih pokazatelja aktivnosti.

3.3. Racio analiza aktivnosti

Kroz proces aktivnosti preduzeće teži da raspoloživa sredstva koristi što efektivnije, odnosno da sa što manjim ulaganjima u sredstva ostvari što veći obim aktivnosti (minimax princip). Mera te efektivnosti se dobija iz odnosa između ostvarenog obima aktivnosti (odnosno prihoda ili rashoda kao finansijskog izraza količine i asortimana realizovanih i proizvedenih proizvoda) i ulaganja u poslovna sredstva. Pokazatelji koji rezultiraju iz tog odnosa se označavaju kao pokazatelji aktivnosti ili pokazatelji efektivnosti. Ova grupa pokazatelja pruža odgovor na pitanje koliko preduzeće efektivno koristi raspoloživa sredstva, odnosno predstavlja bazu za ocenu da li bilansno iskazana sredstva odgovaraju po visini ostvarenim (planiranim) prihodima. Utvrđivanje i kontrola pokazatelja aktivnosti ima veliki značaj sa aspekta upravljanja finansijama preduzeća, jer relacije efekata i ulaganja direktno determinišu stepen likvidnosti i rentabilnosti preduzeća.

Mada se pokazatelji aktivnosti (koeficijenti obrta) mogu definisati za svaku kategoriju poslovne imovine preduzeća ograničićemo se na nekoliko najčešće korišćenih, i to:

- a) koeficijent obrta kupaca
- b) koeficijent obrta zaliha
- c) koeficijent obrta dobavljača
- d) koeficijent obrta stalne imovine
- e) koeficijent obrta ukupnih poslovnih sredstava

3.3.1. Koeficijent obrta kupaca (KOK)

Potraživanja od kupaca, formirana po osnovu prodaje proizvoda i usluga na kredit, predstavljaju imobilisanu imovinu preduzeća. Ne ulazeći u faktore koji determinišu obim potraživanja od kupaca, o čemu će kasnije biti više reči, sa aspekta održavanja sposobnosti plaćanja preduzeća veoma je važno anticipiranje vremena u kome se može očekivati konverzija potraživanja u gotovinu. Kao opšte prihvaćen metod za testiranje konvertibilnosti potraživanja u gotovinu koristi se koeficijent obrta kupaca (KOK) i njegov pandan prosečan period naplate. KOK se utvrđuje iz odnosa neto prihoda od prodaje i prosečnog salda računa potraživanja od kupaca (utvrđenog na nivou mesečnih proseka ili bar kao prosečna vrednost stanja sa početka i kraja određenog obračunskog perioda). Prema podacima iz Bilansa stanja za 2011.

$$\text{KOK} = \text{Neto prihod od prodaje} / \text{Prosečan S kupci} = 190.325.398 / 66.533.152 = 2,86$$

Dobijeni rezultat pokazuje da se prosečna potraživanja od kupaca naplaćuju 2,86 puta godišnje ili da od svakih 2,86 din. ostvarenih prihoda od prodaje 1 din. ostaje vezan u potraživanjima od kupaca (apsolutno), odnosno da neto prihodi od prodaje iznose 286% u odnosu na prosečan saldo kupaca tokom godine (relativno). Jasno je da rast KOK znači bolju likvidnost i bolje tekuće finansijsko stanje (manja ulaganja u potraživanja). KOK označava i koliko se puta godišnje naplaćuju prosečna potraživanja (2,86) iz čega se može izvesti još jedan pokazatelj:

$$\text{Prosečan period otplate} = 365 / 2,86 = 127,62 \text{ dana}$$

KOK i iz njega izvedeni pokazatelji ocenjuju se u kontekstu uobičajenih uslova u konkretnoj grani i ugovorenih rokova kreditiranja kupaca. Bitno zaostajanje prosečnog perioda naplate u odnosu na ugovorene kreditne uslove ozbiljan je indikator nepoštovanja ili neadekvatnih kreditnih standarda i niske efikasnosti politike naplate potraživanja. Time su ovi pokazatelji test brzine konverzije potraživanja u gotovinu (relativne likvidnosti potraživanja) i dodatna provera odnosa iz ROL.

3.3.2. Koeficijent obrta zaliha (KOZ)

U preduzećima kod kojih ulaganja u zalihe čine značajnu stavku u strukturi imovine veoma je važno testiranje njihove konvertibilnosti u gotovinu. Za te potrebe se uglavnom koristi koeficijent obrta zaliha (KOZ), kao odnos nabavne vrednosti prodate robe i prosečnog stanja zaliha, utvrđenog na nivou mesečnih proseka ili kao prosečna vrednost stanja sa početka i kraja određenog obračunskog perioda.

Prema podacima iz Bilansa stanja za 2011. iz Tabele 1 KOZ bi se utvrdio iz odnosa;

$$\text{KOZ} = \text{Nabavna vrednost prodate robe} / \text{prosečno stanje zaliha} = 76.937.661 / 27.297.606 = 2,82$$

Dobijeni rezultat pokazuje da se tokom godine prosečne zalihe reprodukuju (obrnuto) 2,82 % puta ili da od svakih 2,82 din. nabavne vrednosti prodate robe 1 din. ostaje vezan u vrednosti zaliha (apsolutno), odnosno da rashodi realizovanih proizvoda iznose 282 % u odnosu na prosečnu vrednost zaliha tokom godine (relativno). Rast KOZ ukazuje na manja ulaganja u zalihe, što pod ostalim jednakim uslovima znači povoljnost sa aspekta rentabilnosti i bolju likvidnost. Pošto pozicija zaliha obuhvata imovinske delove u različitim fazama procesa aktivnosti, one se sa tog aspekta obično diferenciraju na:

- Preprodukcione zalihe (sirovine i materijali)
- Zalihe u procesu proizvodnje (nedovršena proizvodnja i poluproizvodi) i
- Zalihe gotovih proizvoda.

Potreba da se analitički razmotri utvrđeni KOZ može diktirati utvrđivanje parcijalnih koeficijenata obrta pojedinih kategorija zaliha.

Na bazi KOZ moguće je izvesti još jedan pokazatelj:

$$\text{Prosečan period vezivanja zaliha} = 365 / \text{KOZ} = 365 / 2,86 = 129,43 \text{ dana}$$

KOZ i iz njega izvedeni pokazatelji kompariraju se sa uobičajenim vrednostima iz prethodnih obračunskih perioda, pokazateljima srodnih preduzeća i prosekom za granu kojoj preduzeće pripada radi ocene efikasnosti upravljanja zalihama sa

aspekta njihove konvertibilnosti u gotovinu. Sa tog stanovišta je posebno interesantan prosečan period vezivanja zaliha, koji pokazuje da se zalihe, od trenutka prispeća u preduzeće kao sirovina i materijal, preko zadržavanja u procesu proizvodnje do momenta prodaje kao gotovih proizvoda, u različitim fazama procesa aktivnosti prosečno zadržavaju 129,43 dana. Prosečan period vezivanja zaliha, odnosno prosečna starost zaliha u preduzeću kako se alternativno naziva, ne znači da preduzeće tokom tog perioda može računati na gotovinu, jer prodati gotovi proizvodi ostaju vezani u potraživanjima od kupaca za period naplate potraživanja (127,62 dana). Sabiranjem ova dva perioda dolazi se do veoma značajnog pokazatelja koji izražava prosečan period konverzije zaliha u gotovinu (*operating cycle*). Saglasno podacima o prosečnom periodu vezivanja zaliha i prosečnom periodu naplate potraživanja, sledi:

Prosečno period konverzije zaliha = Prosečan period vezivanja zaliha + Prosečan period naplate = 129,43 + 127,62 = 257,05

Ne treba posebno isticati da skraćivanje bilo prosečnog perioda vezivanja zaliha bilo prosečnog perioda naplate znači bržu konverziju zaliha u gotovinu i manje angažovanih sredstava, što povoljno utiče na likvidnost i rentabilnost preduzeća.

Period konverzije zaliha ne treba shvatiti kao apsolutno merilo konvertibilnosti zaliha već pre kao relativni pokazatelj, koji treba ceniti u kontekstu iskustva prethodnih perioda.

3.3.3. Koeficijent obrta dobavljača (KOD)

Po osnovu nabavki na kredit (otvoren račun) različitih vrsta preprodukcioni zaliha i usluga neophodnih za funkcionisanje procesa aktivnosti formiraju se kratkoročne obaveze preduzeća (pozicija Obaveze iz poslovanja (dobavljači)). Sa aspekta održavanja likvidnosti i upravljanja tokovima novca vrlo je bitno poznavanje prosečnog vremena u kome takve kratkoročne obaveze dospevaju za plaćanje.

Uobičajeno se za te potrebe koristi koeficijent obrta dobavljača (KOD), kao odnos iznosa godišnjih nabavki materijala i usluga na kredit i prosečnog dobavljača.

Pošto iznos godišnjih nabavki materijala i usluga na kredit ne figurira u bilansu uspeha moguće ga je utvrditi na dva načina:

- utvrđivanjem tačnog iznosa na bazi pregleda računovodstvene dokumentacije

o izvršenim nabavkama, što je samo po sebi komplikovan i dug proces i uz to dostupan samo analitičarima u samom preduzeću,

- aproksimacijom iznosa godišnjih nabavki materijala i usluga na kredit na bazi podataka sadržanih u pozicijama bilansa stanja i bilansa uspeha.

Uobičajena, mada dosta gruba, aproksimacija tog iznosa dobija se korekcijom nabavne vrednosti prodate robe za promenu stanja na računu zaliha. Princip je da se povećanje zaliha na kraju perioda u odnosu na početno stanje dodaje, a smanjenje oduzima od nabavne vrednosti prodate robe.

Prosečno stanje dobavljača, analogno ostalim pokazateljima, utvrđuje se na nivou mesečnih proseka obaveza prema dobavljačima ili kao prosečna vrednost stanja obaveza sa početka i kraja određenog obračunskog perioda. Prema podacima iz Bilansa stanja za 2011. iz Tabele 1, KOD bi se utvrdio iz odnosa

$$\text{KOD} = \frac{\text{Nabavna vrednost prodate robe} - \text{Promena stanja zaliha}}{\text{Prosečno stanje dobavljača}} = \frac{179.098.106 - 560.693}{52.082.097} = 3,43$$

Ovako utvrđen koeficijent pokazuje da se tokom godine prosečne obaveze prema dobavljačima izmiruju 3,43 puta. Standard za ocenu ovog odnosa su uobičajene vrednosti KOD iz prethodnih obračunskih perioda, pokazatelji u srodnim preduzećima ili prosek za granu kojoj preduzeće pripada.

Na bazi KOD može se utvrditi:

$$\text{Prosečno vreme plaćanja dobavljača} = \frac{365}{\text{KOD}} = \frac{365}{3,43} = 106,41 \text{ dana}$$

Dobijeni rezultat pokazuje da se prosečan saldo obaveza prema dobavljačima (3.43) isplaćuje svakih 106,41 dana. Taj rezultat se mora procenjivati u kontekstu ugovorenih rokova plaćanja, pri čemu svako značajnije probijanje kreditnog perioda dobavljača ukazuje na probleme sa likvidnošću i loš kreditni bonitet preduzeća.

Sa druge strane, poznavanje prosečnog vremena plaćanja dobavljača je bitan parametar u definisanju kreditne politike preduzeća, pošto samo naplata potraživanja obezbeđuje sredstva za isplatu obaveza prema dobavljačima.

3.3.4. Koeficijent obrta stalne imovine (KOSI)

Stalna imovina kod većine proizvodnih preduzeća vezuje najveći deo poslovne imovine (cca 65-70%), zbog čega je veoma važno kontrolisati efikasnost njenog korišćenja. Za te potrebe uobičajeno se koristi koeficijent obrta stalne imovine (KOSI), kao odnos neto prihoda od prodaje i prosečnog salda stalne imovine. Prema podacima iz Bilansa stanja za 2011. iz Tabele 1, KOSI bi se utvrdio iz odnosa:

$$\text{KOSI} = \text{Neto prihod od prodaje} / \text{Prosečno stanje stalne imovine} = 190.325.398 / 1.150.623.635 = 0,165$$

Dobijeni rezultat pokazuje da je preduzeće na svaki dinar prosečne sadašnje vrednosti stalne imovine ostvarilo 0,165 neto prihoda od prodaje. Kako ne postoji standard za ovaj odnos utvrđeni KOSI se ocenjuje u kontekstu uobičajenih vrednosti iz prethodnih obračunskih perioda ili se poredi sa pokazateljima srodnih preduzeća ili prosekom za granu kojoj preduzeće pripada. Razloge za nepovoljan (nizak) KOSI treba tražiti ili u preteranim ulaganjima u fiksnu imovinu (nedovoljno korišćenje kapaciteta) ili u nepovoljnoj strukturi te imovine. Takve situacije su uobičajene kod preduzeća sa predimenzioniranom neproizvodnom komponentom stalne imovine (npr. nekretnine). Razumna je preporuka da se razlozi za nizak KOSI moraju detaljno ispitati, obzirom da zbog visine ulaganja stalna imovina značajno utiče na rentabilnost i likvidnost preduzeća.

3.3.5. Koeficijent obrta ukupne poslovne imovine (KOUPI)

Ukupna poslovna imovina predstavlja celokupnu snagu privređivanja koju preduzeće u datom periodu ima na raspolaganju za proces aktivnosti pošto se u finansijskom smislu, nivo poslovne aktivnosti ogleda u ostvarenim poslovnim prihodima tokom određenog perioda, onda je logično da nivo poslovnih prihoda izražava efikasnost korišćenja ukupne poslovne imovine preduzeća. Odnos pomenutih veličina – poslovnih prihoda (Neto prihoda od prodaje) i prosečne ukupne poslovne imovine

preduzeća – označava se kao koeficijent obrta ukupne poslovne imovine (KOUPI) i predstavlja sumaran pokazatelj poslovne efikasnosti preduzeća.

Prema podacima iz Bilansa stanja za 2011. iz Tabele1. KOUPI iznosi

$$\text{KOUPI} = \text{Neto prihod od prodaje} / \text{Prosečna ukupna poslovna imovina} = 190.325.398 / 1.253.573.502 = 0,151$$

Ovako izračunat koeficijent obrta pokazuje da je preduzeće na svaki dinar uložen u prosečnu ukupnu poslovnu imovinu ostvarilo 0,151 neto prihoda od prodaje. Pošto ne postoji opšte prihvaćen standard utvrđeni KOUPI se ocenjuje u kontekstu uobičajenih vrednosti iz prethodnih obračunskih perioda, pokazatelja srodnih preduzeća ili proseka za granu kojoj preduzeće pripada.

Budući da u obračun ovog koeficijenta ulaze ukupna raspoloživa poslovna imovina preduzeća, KOUPI predstavlja najuopšteniji pokazatelj efikasnosti korišćenja poslovnih sredstava preduzeća i shodno tome, u sebi integriše i sumarno izražava koeficijente obrta pojedinih kategorija imovine (potraživanja, zaliha, stalne imovine). odnosno u sebe uključuje koeficijente obrta pojedinih kategorija imovine. Nesumnjivi interes preduzeća je rast efikasnosti korišćenja poslovne imovine (maksimiranje KOUPI), što je objektivno limitirano mogućnostima maksimiziranja obrta pojedinih kategorija imovine.

3.4. Pokazatelji finansijske strukture

Ukupne izvore finansiranja preduzeća moguće je klasifikovati prema različitim kriterijumima. U finansijskoj literaturi je uobičajena klasifikacija sa aspekta:

- vlasništva (porekla, pripadnosti) i
- roka dospeća za vraćanje.

Kompozicija različitih izvora finansiranja⁸, shvaćena kao odnos između sopstvenih i pozajmljenih izvora finansiranja preduzeća, obično se naziva finansijskom strukturom preduzeća. Dugoročni aspekt finansijske strukture, shvaćen kao odnos sopstvenih i dugoročnih pozajmljenih izvora predstavlja strukturu kapitala preduzeća. Odnosi u finansijskoj strukturi i strukturi kapitala se ogledaju na pasivnoj strani bilansa stanja, koja izražava kompoziciju izvora finansiranja koje preduzeće angažuje.

Finansiranjem poslovne imovine u većoj ili manjoj meri iz tuđih izvora, preduzeće preuzima obavezu da u određenim fiksiranim rokovima otplati dug uz odgovarajuću kamatu. Prisustvo ovih rashoda u bilansu uspeha potvrđuje da preduzeće angažuje tuđe izvore finansiranja, a njihova visina na indirektan način govori o strukturi finansiranja preduzeća. Obaveze po osnovu izvora finansiranja su fiksnog karaktera i prioritetna, pa ne zavise od ostvarenih efekata aktivnosti (poslovnog dobitka), odnosno moraju se isplatiti čak i u slučaju poslovanja preduzeća sa gubitkom. Veći fiksni finansijski rashodi ukazuju i na povećan rizik, odnosno opasnost da očekivana primanja gotovine iz poslovne aktivnosti ne budu dovoljna da pokriju obaveze po osnovu preuzetog duga.

Za potrebe sagledavanja sposobnosti preduzeća da odgovori preuzetim fiksnim finansijskim obavezama, odnosno da prebrodi eventualnu krizu bez ugrožavanja interesa poverilaca (obezbedi dugoročnu likvidnost) neophodno je potražiti odgovore na dva ključna pitanja:

- a) Kako preduzeće finansira sredstva?
- b) Može li preduzeće da odgovori obavezama po osnovu angažovanih izvora?

Odgovor na prvo pitanje podrazumeva analizu odnosa u pasivi bilansa stanja i eventualno odnosa nekih kategorija izvora sa pojedinim elementima aktive. Odnosi iz ove grupe obično se nazivaju pokazateljima zaduženosti (solventnosti). Traženje odgovora na drugo pitanje pretpostavlja sagledavanje odnosa između pojedinih pozicija bilansa uspeha. Odnosi iz ove grupe se obično nazivaju pokazateljima pokrića.

⁸ Knežević G., Specijalni bilansi., Univerzitet Singidunum, Beograd, 2010 god

3.4.1. Racio analiza zaduženosti (solventnosti)

Za potrebe sagledavanja odnosa u finansijskoj strukturi preduzeća koristi se više pokazatelja koji prate odnose ukupnih ili dugoročnih dugova preduzeća i različitih kategorija izvora ili imovine. Među tim pokazateljima, koje neki autori nazivaju i pokazateljima solventnosti, najčešće se koristi nekoliko karakterističnih odnosa.

Racio analiza zaduženosti (debt ratio) - prezentirani odnos ističe dve važne stvari – učešće pozajmljenog kapitala u ukupnim raspoloživim izvorima preduzeća i doprinos pozajmljenog kapitala pokriću aktive (poslovne imovine). Pokazatelj zaduženosti, utvrđen prema podacima iz Bilansa stanja za 2011⁹. iz Tabele ukazuje

$$\text{Racio zaduženosti} = \text{Pozajmljeni izvori} / \text{Ukupni izvori} = 48.214.119 + 96.118.831 / 1.253.573.502 = 0,115$$

da je u svakom dinaru raspoloživih izvora preduzeća sadržano 0,115 dinara tuđih izvora (apsolutno), odnosno da zaduženost preduzeća iznosi 11,51% ukupnih izvora finansiranja (relativno). To istovremeno znači da na raspoloživu imovinu preduzeća poverioci polažu pravo u visini stepena zaduženosti¹⁰. Pošto ne postoji standard za ovaj odnos, on se obično ocenjuje u kontekstu uobičajenih vrednosti iz prethodnih obračunskih perioda, pokazatelja srodnih preduzeća ili proseka za granu kojoj preduzeće pripada.

3.4.2. Racio analiza strukture kapitala (D/E racio)

U slučaju okončanja aktivnosti preduzeća, pod pretpostavkom da bi imovina preduzeća bila unovčena u visini knjigovodstvene vrednosti, poverioci preduzeća bi imali pravo na 11,51% likvidacione mase preduzeća.

Ovaj pokazatelj, koji se često naziva i pokazateljem strukture kapitala, se koncentriše na dugoročne komponente izvora – dugoročne dugove i sopstveni

⁹ www.eps.rs

¹⁰ U slučaju okončanja aktivnosti preduzeća, pod pretpostavkom da bi imovina preduzeća bila unovčena u visini knjigovodstvene vrednosti, poverioci preduzeća bi imali pravo na 11,51 % likvidacione mase preduzeća.

kapital, odslikavajući odnose u strukturi kapitala koja je izraz dugoročne finansijske politike preduzeća. Potreba izdvajanja dugoročnih komponenti od ukupnih izvora finansiranja proizlazi upravo iz njihove dugoročne vezanosti za preduzeće, a samim tim većeg uticaja na finansijsku strukturu od ostalih izvora. Pokazatelj strukture kapitala, utvrđen prema podacima iz Bilansa stanja za 2011. iz Tabele 1,

$$D/E \text{ ratio} = \text{Dugoročni dugovi} / \text{Sopstveni izvori} = 48.214.119 / 1.014.602.503 = 0,047$$

ukazuje na to da je preduzeće na svaki din. ulaganja iz sopstvenih izvora angažovalo je 0,047. dugoročnih obaveza, odnosno da tuđi dugoročni izvori dostižu 4,7% sopstvenog kapitala preduzeća.

U oceni dobijenog rezultata uglavnom se polazi od tzv. vertikalnih pravila finansiranja (pravila za odnos sopstvenog i pozajmljenog kapitala)¹¹, pri čemu je rasprostranjeno mišljenje da najveća prihvatljiva visina ovog pokazatelja iznosi 1. Odnos veći od 1 ukazuje da dugoročni dugovi prevazilaze sopstveni kapital preduzeća, što bi moglo da ukazuje na nedovoljnu zaštićenost interesa dugoročnih poverilaca. Ovu konstataciju, naravno, treba shvatiti krajnje uslovno i obavezno je razmotriti u kontekstu pokazatelja rentabilnosti, o kojima će tek biti reči. Naime, visoka rentabilnost garantuje stabilne prilive gotovine, koji su najbolja garancija dugoročne likvidnosti preduzeća. Naravno, kao i u prethodnom slučaju, odnos dugoročnih dugova i pozajmljenog kapitala se ocenjuje u kontekstu uobičajenih vrednosti iz prethodnih obračunskih perioda, pokazatelja srodnih preduzeća ili proseka za granu kojoj preduzeće pripada.

¹¹ Ranković J., Upravljanje finansijama preduzeća, VI izdanje, Ekonomski fakultet Beograd, 1992, str 32 - 39

3.4.3. Odnos dugoročnih dugova prema dugoročnim izvorima

Slično kao i prethodni pokazatelj i ovaj odnos ističe dugoročnu komponentu izvora sa ciljem da utvrdi učešće dugoročnih dugova u ukupnim raspoloživim dugoročnim izvorima (sopstvenim i pozajmljenim – ukupnoj dugoročnoj kapitalizaciji). Maksimalan iznos ovog koeficijenta iznosi 1 i on koincidira sa situacijom kad preduzeće ne raspolaže sopstvenim kapitalom, odnosno kad ukupne dugoročne izvore čine dugoročni dugovi. Prema podacima iz Bilansa stanja za 2011. iz Tabele 1,

$$\text{Odnos duga prema dugoročnim izvorima} = \text{Dugoročni dugovi} / \text{Dugoročni izvori} = 48.214.119 / 1.014.602.503 + 48.214.119 = 48.214.119 / 1.062.816.622 = 0,045$$

preduzeće je od svakog dinara dugoročnih izvora pribavilo 0,045 din. iz dugoročnog duga, odnosno dugoročni dugovi učestvuju sa 4,5% u ukupnim dugoročnim izvorima (sopstvenim i tudim).

U oceni ovog pokazatelja ne postoji opšte prihvaćen standard, mada kao orijentir mogu poslužiti odnosi u grani ili kretanja u prethodnim obračunskim periodima.

Načelno se može reći da pomeranje strukture kapitala prema jeftinijim pozajmljenim izvorima pogoduje zahtevu rentabilnosti, ali podrazumeva visoke fiksne finansijske rashode, odnosno visok rizik da preduzeće u nekom trenutku bude u nemogućnosti da ih uredno otplaćuje.

3.4.4. Pokazatelji pokrića

Različiti izvori finansiranja podrazumevaju različite iznose i dinamiku fiksnih finansijskih rashoda. To čini mogućom situaciju da dva preduzeća istog stepena zaduženosti, zavisno od kompozicije izvora finansiranja, imaju različite izdatke po tom osnovu. Umešnost strukturiranja odnosa u finansijskoj strukturi upravo se i izražava kroz cenu ukupno angažovanih izvora finansiranja. Pošto u tržišnoj ekonomiji nema besplatnih izvora, rashodi po osnovu finansiranja imaju svoj odraz u

bilansu uspeha. Na bazi njihove visine, moguće je indirektno suditi o optimalnosti finansijske strukture ili strukture kapitala. Naime, visoki rashodi za kamatu u bilansu uspeha, bez ikakvih drugih podataka (bilansa stanja npr.), ubedljiv su dokaz angažovanja pozajmljenih izvora i visoke zaduženosti.

Budući da rast fiksnih finansijskih rashoda po osnovu izvora finansiranja povećava finansijsko naprezanje preduzeća, odnosno povećava opasnost da preduzeće ne ostvari efekte aktivnosti dovoljne da pokrije takve obaveze, korisno je sagledati stepen opterećenja efekata aktivnosti rashodima po osnovu duga. Za te svrhe razvijena je posebna grupa pokazatelja pokrića.

Racio pokrića rashoda na ime kamata (times-interest-earned ratio – TIE) = Poslovni dobitak / rashodi za kamatu = $12.504.609 / 4.020.216 = 3,11$

TIE racio je verovatno najduže korišćen pokazatelj pokrića, koji kvantificira odnos poslovnog dobitka za određeni obračunski period i iznos ukupnih rashoda po osnovu kamata za isti period.

Kako su izdaci za kamatu fiksni i prioritetni jasno je da oni moraju biti prvenstveno pokriveni iz poslovnog dobitka. U tom smislu, TIE racio meri stepen opterećenja poslovnog dobitka, kao prinosa na ukupno angažovanu imovinu preduzeća, izdacima za kamatu. Prema podacima iz Bilansa stanja za 2011. iz Tabele 2, analizirano preduzeće svaki dinar periodičnih obaveza za kamatu pokriva sa 4,364 dinara poslovnog dobitka. Kao i u prethodnim slučajevima ne treba posebno isticati da veći stepen pokrića rashoda za kamatu poslovnim dobitkom automatski znači i veću zaštićenost interesa poverilaca, odnosno bolju kreditnu sposobnost preduzeća. U oceni ovog pokazatelja americka bankarska praksa uzima jednakost poslovnog dobitka i periodičnih rashoda za kamatu, odnosno TIE racio =1, kao minimalno prihvatljiv nivo. Na osnovu ovog odnosa u određenom trenutku teško zaključivati o zaštićenosti interesa poverilaca.

Njihova preporuka je da se TIE racio računa za sve periode do dospeća kredita, te da se u oceni dobijenih odnosa treba razmotriti:

- stabilnost poslovne aktivnosti preduzeća,
- tendencije kamatnih stopa,
- tendencije uslova privređivanja,

- perspektive ostvarenja budućih poslovnih dobitaka,
- mogućnosti finansiranja iz novih dugoročnih izvora.
- Racio pokrića ukupnog duga

Obaveze po osnovu kredita uključuju dve komponente

- isplatu periodičnih rashoda na ime kamate i
- otplatu glavnice duga u trenutku dospeća.

Neophodnost razdvajanja ovih komponenti proizlazi iz razlika u njihovom računovodstvenom tretmanu – rashodi na ime kamate, po pravilu, se smatraju troškom poslovanja i pokrivaju na teret poslovnog dobitka (pre plaćanja obaveza za porez), a otplata glavnice pada na teret neto dobitka (dobitka posle oporezivanja). Ova razlika ima svoje reperkusije u finansijskom smislu, jer su efektivni (stvarni) izdaci za kamatu jednaki bilansno iskazanim rashodima za kamatu, što nije slučaj sa izdacima za otplatu glavnice. Naime, otplata glavnice pada na teret neto dobitka, odnosno iznosa na koji je već plaćen porez na dobitak. To znači da su efektivna izdavanja novca za otplatu glavnice veća od nominalnog iznosa za visinu poreza koji je plaćen na svaki dinar periodičnog neto dobitka. Za ilustraciju ove konstatacije poslužićemo se jednostavnim primerom.

Obaveza za otplatu glavnice iznosi 180.000 i stopa poreza na dobitak $p = 40\%$. Da bi preduzeće moglo da plati glavnicu (obavezu iz neto dobitka) moralo bi da ima dobitak pre oporezivanja bar u visini.

$$\text{Glavnica}/1-p = 180.000/0,6 = 300.000$$

Tek iznos od 300.000 din. dobitka pre oporezivanja bi omogućio preduzeću da posle plaćanja poreza ($300.000 \cdot 40\%$) ostane iznos dovoljan da pokrije glavnicu od 180.000 dinara din. Sledi da bilansno iskazani izdatak za otplatu glavnice od 180.000 din. zahteva stvarni izdatak od 300.000 din.

Racio pokrića ukupnog duga predstavlja test sposobnosti preduzeća da iz postojećih efekata aktivnosti servisira obaveze po dugu u celini (da otplati kamatu i glavnicu), a predstavlja odnos bruto dobitka i zbira ukupnih obaveza po osnovu duga. U brojiocu se koristi bruto dobitak kao aproksimacija godišnjeg cash flow-a (pored poslovnog dobitka uključuje i amortizaciju kao rashod koji ne zahteva izdavanja) i izvor iz koga mogu biti namireni rashodi za kamatu. Prema podacima iz Bilansa stanja za 2011. iz

Tabele 2 i pod pretpostavkom da na kraju tekuće godine dospeva za otplatu 20% dugoročnog duga, ratio pokrića ukupnog duga bi se utvrdio na sledeći način:

Dobijeni rezultat pokazuje da je svaki dinar periodičnog anuiteta (otplate kamate i glavnice duga) za analiziranu godinu pokriven sa 2,265 din. bruto dobitka. Kao i za ostale pokazatelje iz ove grupe ne postoji opšte prihvaćen standard za ovaj odnos, tako da se dobijeni rezultat procenjuje u kontekstu uobičajenih vrednosti iz prethodnih obračunskih perioda, pokazatelja srodnih preduzeća ili proseka za granu kojoj preduzeće pripada. Van Horne ističe da kreditori situacije u kojima ovaj pokazatelj pada ispod 2 ocenjuju kao rizične za svoja potraživanja. Empirijska istraživanja su pokazala visoku korelaciju rejtinga obveznica i visine ratio pokrića ukupnog duga – visoko rejtingovane obveznice (ranga od AAA do BBB) uglavnom imaju vrednosti racia pokrića ukupnog duga iznad 4.

Finansijski analitičari ratio pokrića ukupnog duga smatraju grubom merom finansijskog rizika preduzeća, jer nizak stepen pokrića obaveza po kreditima znači napregnutu strukturu kapitala i visok rizik za poverioce (loš kreditni bonitet preduzeća).

3.5. Pokazatelji rentabilnosti

Rentabilnost izražava efektivnost korišćenja (zarađivačku moć) imovine uloženog kapitala. Stepem zarađivačke moći smatra se izrazom sposobnosti preduzeća da generiše novu vrednost koja je cilj finansijskog upravljanja. U finansijskom smislu sposobnost generisanja nove vrednosti poistovećuje se sa finansijskom kondicijom preduzeća, odnosno primarnim obezbeđenjem interesa vlasnika i kreditora preduzeća. Naime, investitori ili kreditori će se teško odlučiti na ulaganja u preduzeće čiji je prinos na uloženi kapital minimalan, jer to ne pruža dovoljno garancije da će obaveze po osnovu angažovanog kapitala biti u celosti i na vreme isplaćene.

Radi ocene zarađivačke moći preduzeća razvijena je posebna grupa pokazatelja rentabilnosti (profitabilnosti), koji ostvarene efekte aktivnosti sagledavaju u odnosu na nivo prihoda od prodaje ili u odnosu na sredstava uložena u njihovo sticanje. Cilj

te analize je traženje odgovora na dva ključna pitanja:

a) *Koji deo svakog dinara prihoda od prodaje predstavlja dobitak (profit)?*

b) *Koliki dobitak (profit) donosi svaki dinar angažovanih poslovnih sredstava?*

Odgovor na prvo pitanje daje analiza odnosa ostvarenog dobitka i prihoda od prodaje iz bilansa uspeha preko *pokazatelja stope dobitaka (marže prinosa)*.

Odgovor na drugo pitanje daju *pokazatelji stope prinosa (globalni pokazatelji rentabilnosti)*, koji se izvlače iz odnosa efekata aktivnosti i kategorija sredstava kojim su generisani.

3.5.1. Pokazatelji stope dobitka (marže prinosa)

Pokazatelji iz ove grupe predstavljaju odnose pojedinih međufaznih rezultata poslovne aktivnosti i neto prihoda od prodaje, a sračunati su na testiranje u kojoj meri ostvareni prihodi od prodaje, posle pokrića troškova prodatih proizvoda, omogućavaju preduzeću ostvarenje neto dobitka. Predmet analize je bilans uspeha, odnosno apsolutna razlika između prihoda i rashoda – finansijski rezultat, kao potencijal za generisanje neto dobitka. Visina periodičnog rezultata je determinisana nizom faktora (asortiman proizvodnje, obim prodaje, prodajne cene, struktura troškova, itd) i njihovom međusobnom interakcijom.

Bilans uspeha za potrebe analize stope dobitka mora biti strukturiran tako da prihode i rashode iskazuje segmentirano (po vrstama, funkcionalnim celinama, tržištima itd.).

Cilj je da se iz celine prihoda od prodaje postepeno pokrivaju segment po segment rashoda (troškovi prodatih proizvoda, troškovi perioda, kamate i porezi) radi:

- dobijanja međurezultata poslovne aktivnosti različitih nivoa (bruto dobitka, poslovnog pre i posle oporezivanja i neto dobitka)
- sagledavanja učešća i doprinosa svakog segmenta rashoda ostvarenom rezultatu poslovanja.

Razlozi za takav pristup su čisto pragmatični, jer bi *an block* pokrivanje svih rashoda iz periodičnih prihoda onemogućilo kontrolu pojedinih segmenata ukupnih troškova i

međurezultata. Cilj takve kontrole je držanje varijabilnih komponenti pojedinih segmenata troškova u direktnoj srazmeri sa obimom aktivnosti uz istovremeno održavanje fiksnih komponenti na relativno konstantnom nivou ili prevođenje u zonu degresije. Među pokazateljima stope dobitka se obično ističu tri pokazatelja.

- Stopa bruto dobitka,
- Stopa poslovnog dobitka,
- Stopa neto dobitka.

Svaki od ova tri pokazatelja odslikava razlike između prihoda i rashoda, izražavajući pojedine međurezultate u vidu relativnog odnosa veličina (%). Konkretno, ovi pokazatelji ukazuju na to koliki deo od svakog dinara neto prihoda od prodaje ostaje za konkretni međurezultat (bruto, poslovni ili neto). Saglasno podacima iz Tabele 2 proizlazi da od svakog dinara neto prihoda od prodaje 16,13% čini bruto dobitak, 12,80% poslovni dobitak, a tek 5,25% neto dobitak. Kako ne postoji opšte prihvaćen standard za ove odnose utvrđene marže prinosa se ocenjuju u kontekstu uobičajenih vrednosti iz prethodnih obračunskih perioda ili se porede sa maržama pokrića srodnih preduzeća ili prosekom za granu kojoj preduzeće pripada.

Načelno, rast pokazatelja stope dobitka znači pozitivnu tendenciju u smislu širenja raspona između prihoda i rashoda i poželjno je sa aspekta preduzeća. Analiza kretanja pojedinih marži tokom nekoliko uzastopnih godina može dati sasvim pristojan uvid u poslovanje preduzeća u tom periodu. Stabilnost bruto marže (stope bruto dobitka) u toku analiziranog perioda uz istovremeno opadanje neto marže (stope neto dobitka) je siguran pokazatelj rasta troškova perioda, finansiranja ili stope poreza.

To upućuje na potrebu detaljnije analize ovih kategorija radi sagledavanja pravih uzroka ovakvog kretanja. Van Horne ističe da postoji veliki broj kombinacija promena u stopama bruto i neto dobitka i da su te promene uvek dobra indikacija za dublje analize i otkrivanje pravih uzroka za konstatovana kretanja.

Iako je rast marži prinosa poželjan, u oceni ovih kretanja treba biti vrlo oprezan jer taj rast ne mora biti nužno praćen povećanjem rentabilnosti preduzeća. Smanjenje obima realizacije i usporen obrt sredstava ili neizmenjen obim prodaje uz povećanje angažovanog kapitala ima za rezultat rast marži prinosa, koji nije praćen povećanjem rentabiliteta angažovanog kapitala. RTa okolnost upravo čini racio

marže dobitka instrumentom koji pomaže da se otkrije da li je promena stope rentabiliteta uslovljena promenama ekonomije sredstava ili povećanjem raspona prihodi-troškovi.¹²

3.5.2 Pokazatelji stope prinosa

Pokazatelji iz ove grupe predstavljaju globalne pokazatelje rentabilnosti, a bazirani su na odnosu efekata aktivnosti i volumena sredstava uložениh u njihovo sticanje. Cilj analize tih odnosa je sagledavanje koliko se svaki dinar angažovanih poslovnih sredstava uvećava kroz proces aktivnosti, odnosno ocena zarađivačke moći imovine preduzeća. U zavisnosti od toga da li se teži sagledavanju efekata ukupnih poslovnih sredstava ili efekata onog dela poslovnih sredstva koji je finansiran iz sopstvenih izvora (sopstvene imovine) razlikuje se nekoliko pokazatelja:

Stopa neto prinosa na ukupnu poslovnu imovinu (return on assets - ROA)

Kao pokazatelj zarađivačke moći preduzeća dosta se frekventno koristi stopa neto prinosa na ukupnu poslovnu imovinu (return on assets - ROA), koja neto dobitak suprotstavlja ukupnim poslovnim sredstvima preduzeća. U suštini, neto dobitak predstavlja apsolutni višak prihoda nad rashodima i iznos koji bi mogao da bude izvučen iz preduzeća a da ono u nesmanjenom obimu može da nastavi proces aktivnosti. Kao takav neto dobitak se smatra izvorom finansiranja preduzeća iz poslovanja i izrazom stvarnog neto prirasta angažovane imovine. Zbog toga se ROA u anglo-saksonskoj poslovnoj praksi uobičajeno koristi prilikom ocene tumačenja kapitala i poređenja zarađivačke moći između različitih preduzeća.

Prema podacima za 2012. iz Tabela 1 i 2, ROA iznosi

$$ROA = \text{Neto dobitak} / \text{Prosečna ukupna poslovna imovina} = 26.819.837 / 1.253.573.502 = 0,021$$

¹² Ranković J., Upravljanje finansijama preduzeća, VI Izdanje, Ekonomski fakultet Beograd, 1992, str 142

Ovako utvrđen pokazatelj ukazuje na to da je preduzeće na svaki dinar uložen u prosečna ukupna poslovna sredstva ostvarilo 0,021 din. neto dobitka, a ocenjuje se prema uobičajenim kretanjima u prethodnim obračunskim periodima, pokazateljima srodnih preduzeća ili proseka za granu kojoj preduzeće pripada.

U analitičkom smislu veoma je vazno istaći da ROA, kao globalni pokazatelj rentabilnosti, predstavlja rezultat dejstva dva faktora:

- stope neto dobitka i
- koeficijenta obrta ukupne poslovne imovine.

Interakcija ovih determinanti i njihov uticaj na ROA obično se objašnjava preko tzv. trougaone međuzavisnosti u koju su uključeni neto dobitak, neto prihodi od prodaje i prosečno angažovana poslovna imovina.

Stopa neto prinosa na ukupnu poslovnu imovinu predstavlja proizvod stope neto dobitka po jednom obrtu i koeficijenta obrta ukupne poslovne imovine (prema podacima iz našeg primera $0,021 = \text{SND} \times 0,151$). Izneta međuzavisnost sugerise da se maksimiziranje ROA može postići parcijalnim delovanjem na ubrzanje obrta ili povećanje stope neto dobitka ili što je još povoljnije, integralnim dejstvom na oba faktora.

U prethodnim izlaganjima je istaknuto da na visinu neto dobitka, pored zarađivačke moći imovine preduzeća, utiče i stepen zaduženosti, odnosno visina fiksnih finansijskih rashoda. Iz tih razloga, u situacijama kad je neophodno uporediti zarađivačku moć preduzeća različitih stepena zaduženosti, ROA se može pokazati kao nepouzdana, pošto razlike ne moraju rezultirati iz razlika u efektivnosti imovine već iz razlika u opterećenju fiksnim finansijskim rashodima. U tim situacijama Van Horne preporučuje korišćenje odnosa poslovnog dobitka i prosečne ukupne poslovne imovine preduzeća, (SPUPS) (*net operating profit rate of return*), koja praktično eliminiše uticaj troškova finansiranja na zarađivačku moć imovine.

Prema podacima za 2011 iz Tabela .. SPUPS iznosi

$$\text{SPUPS} = \text{Poslovni dobitak} / \text{Prosečna poslovna sredstva} = 12.504.609 / 1.253.573.502 = 0,0099$$

Interpretacija dobijenog rezultata je slična izloženoj kod SNPUPS – preduzeće je na

svaki dinar uložen u prosečna ukupna poslovna sredstva ostvarilo je 0,0099 din. poslovnog dobitka, a ocenjuje se prema uobičajenim kretanjima u prethodnim obračunskim periodima, pokazateljima srodnih preduzeća ili proseka za granu kojoj preduzeće pripada. Analitički se SPUPS, takođe, može raščlaniti na proizvod stope poslovnog dobitka i koeficijenta obrta ukupnih poslovnih sredstava.

Stopa prinosa na sopstveni kapital (return on equity – ROE)

Sa aspekta sadašnjih i budućih akcionara vrlo bitan podatak predstavlja prinos ostvaren na ukupan sopstveni kapital preduzeća, koji se dobija iz odnosa neto dobitka i prosečnog iznosa sopstvene imovine (kapitala) preduzeća. Prema podacima za 2011. iz Tabela 1 i 2, ROE iznosi:

$$\text{ROE} = \text{Neto dobitak} / \text{Prosečna sopstvena imovina} = 26.819.837 / 1.014.602.503 = 0,026$$

Utvrđeni pokazatelj ukazuje na to da preduzeće na svaki dinar prosečno korišćenog sopstvenog kapitala ostvaruje 0,026 din. neto dobitka, a ocenjuje se prema uobičajenim kretanjima u prethodnim obračunskim periodima, pokazateljima srodnih preduzeća ili proseku za granu kojoj preduzeće pripada. Sa aspekta vlasnika trajnih uloga u preduzeću svakako je poželjan rast ovog pokazatelja jer ukazuje na mogućnost budućeg rasta preduzeća ili ostvarenja visokih prinosa po osnovu kapitala.

Pošto operišu manje-više istim argumentima jasno je da se ROA i ROE nalaze u bliskom interaktivnom odnosu. Vezu između ova dva pokazatelja uspostavlja ratio zaduženosti, a matematički se izražava kao:

$$\begin{aligned} \text{ROE} &= \text{ROA} / 1 - \text{stepen zaduženosti,} \\ \text{ili ROE} &= \text{ROA} / 1 - \text{Pozajmljeni izvori/ Ukupni izvori} \end{aligned}$$

Ova veza je sa finansijskog aspekta veoma važna jer ukazuje na vezu stepena zaduženosti i stope prinosa na sopstveni kapital. Naime, ukoliko preduzeće ostvari veću stopu prinosa na ukupni angažovani kapital (ROA) od cene koju plaća na pozajmljene izvore, taj višak prinosa posle pokrića kamate ostaje preduzeću na raspolaganju i služi kao podrška tumačenju sopstvenog kapitala.

U suprotnom, eventualni manji prinos na ukupno angažovanu imovinu od cene pozajmljenih izvora smanjilo bi tumačenje sopstvenog kapitala, pošto trajni izvori po definiciji moraju podneti rizik i gubitke poslovanja.

3.5.3 Du Pont analiza

Racio analizu ne treba posmatrati i interpretirati kao zbir izolovanih pokazatelja već u njoj treba videti celinu u kojoj su pojedini pokazatelji međusobno povezani interaktivnim vezama. Polazeći od interakcije pokazatelja i istine da samo sagledavanje njihove celine daje osnova za valjane zaključke o finansijskom stanju i zarađivačkoj sposobnosti preduzeća u praksi su činjeni pokušaji razvijanja integrisanih pristupa racio analizi. Najpoznatiji od takvih pristupa je tzv. Du Pont analiza, koja se vrlo često koristi pri donošenju poslovnih odluka iz domena finansijskog upravljanja.

Du Pont analiza počiva na prethodno objašnjenoj relaciji prema kojoj stopa neto prinosa na ukupnu poslovnu imovinu (*return on assets* - *ROA*) predstavlja proizvod stope neto dobitka po jednom obrtu i koeficijenta obrta ukupne poslovne imovine, odnosno:

$$ROA = SND \times KOUP$$

ROA izražena na ovaj način naziva se u literaturi osnovnom Du Pont formulom i prema podacima iz kompanije Elektroprivrede Srbije primera iznosi:

$$0,021 = .SND \times 0,151,$$

$$SND = 0,021 / 0,151 = 0,139$$

Du Pont analiza se u praksi obično koristi u široj (modifikovanoj) varijanti, u kojoj se ROA dovodi u vezu sa ROE. Kao što sledi iz prethodnih analiza ovih stopa (pokazatelja rentabilnosti) ROA i ROE su identične samo u slučaju kad je poslovna imovina jednaka sopstvenoj imovini preduzeća, odnosno kad preduzeće imovinu finansira isključivo sopstvenim kapitalom. U svim situacijama, kada su u strukturi finansiranja uključeni i pozajmljeni izvori, veza između ROA i ROE se uspostavlja preko tzv. multiplikatora sopstvenih sredstava (kapitala), prema sledećem modelu:

$$ROE = ROA \times \text{multiplikator sopstvenih sredstava (kapitala)} - MSS$$

Multiplikator sopstvenih sredstava (kapitala) - (MSS) izražava odnos prosečnih ukupnih poslovnih sredstava i prosečnih sopstvenih sredstava (kapitala) i prema podacima iz ovog primera iznosi:

$$MSS = \text{Prosečna poslovna imovina} / \text{Prosečni sopstveni kapital} = 1.253.573.502 / 1.014.602.503 = 1,235$$

Pokazuje da je preduzeće od svakih 1,235 din. prosečnih ukupnih poslovnih sredstava 1 din. finansiralo iz sopstvenih izvora (apsolutno), odnosno da prosečna ukupna poslovna sredstva iznose 80,94% u odnosu na prosečan sopstveni kapital (relativno). Jasno je da veće oslanjanje na pozajmljene izvore finansiranja znači veći stepen zaduženosti, a samim tim i rast MSS. Ako iznos duga izrazimo kao razliku ukupne poslovne imovine (UPI) i sopstvene imovine (SI), onda se ratio zaduženosti algebarski može predstaviti kao:

.

Ako podatke iz našeg primera uključimo u model, sledi:

$$ROE = ROA \times MSS = 0,021 \times 1,235 = 0,0259$$

Integrisanjem osnovne Du Pont formule u proširenu Du Pont formulu dobija se razvijeni model Du Pont analize, koji glasi:

$$ROE = SND \times KOUPI \times MSS = 0,139 \times 0,151 \times 1,235 = 0,0259$$

Odnosno, u analitičkoj formi napisano:

Mada je dobijeni rezultat identičan sa ranije direktno utvrđenom ROE, razvijeni Du Pont model je analitički jako značajan jer jasno iskazuje interakciju tri važne kategorije:

- stope neto dobitka,
- koeficijenta obrta ukupne poslovne imovine i
- multiplikatora sopstvenih sredstava

ukazujući na puteve za povećanje ROE. Jasno je da efikasno upravljanje pojedinim i ukupnim troškovima (rast stope neto dobitka), ubrzanje koeficijenta obrta ukupne poslovne imovine i korišćenje dugova sve dok stopa prinosa na ukupnu poslovnu imovinu prevazilazi cenu pozajmljenih izvora direktno vodi rastu ROE.

Polazeći od podataka iz *Tabela 1 i 2* za 2011. godinu, u narednoj grafičkoj ilustraciji predstavljen je razvijeni Du Pont model analize.

Ovakav prikaz veza pojedinih veličina koje u konačnom determinišu visinu ROE,

pored jasnosti i preglednosti omogućava:

- Analizu uzroka pomeranja ROE u sukcesivnim obračunskim periodima,
- „Šta ako“ (*What if*) analizu, kroz koju je moguće sagledati efekte variranja pojedinih veličina (stope neto dobitka, koeficijenta obrta ili stepena zaduženosti) na kretanje ROE.

3.6. Pokazatelji ekonomičnosti:

- Ekonomičnost ukupnog poslovanja (ukupni prihodi / ukupni rashodi);

$$\text{EUP} = 254.159.514 / 224.554.955 = 1,13$$

- Ekonomičnost redovnog poslovanja (prihodi iz redovnog poslovanja / rashodi iz redovnog poslovanja):

$$\text{ERP} = 190.325.398 / 179.098.106 = 1,06$$

Ekonomičnost finansiranja (prihodi od finansiranja / rashodi finansiranja):

$$\text{EF} = 9.892.874 / 4.020.216 = 2,46$$

Na osnovu podataka iz bilansa uspeha o ekonomičnosti poslovanja kompanije EPS u 2011 godine dobijena su sva tri koeficijenta ekonomičnosti koji su veći od 1. Što zapravo znači da je kompanija EPS poslovala ekonomično i da su sva tri prihoda veći od sve tri rashodne strane poslovanja.

IV Finansijsko poslovanje EPS u 2012 godini - analiza pomoću finansijskih pokazatelja (ratio analiza)

4.1. Bilans stanja i bilans uspeha

Bilans stanja

Pozicija	AOP	stanje na dan 31.12.2012.	1.1.2012.	Indeks
1	2	3	4	5
Aktiva				
A Stalna imovina (002+003+004+009)	1	955.702.400	1.150.468.565	83
I Neuplaćeni upisani kapital	2	0	0	0
II Goodwil	3	0	0	0
III Nematerijalna ulaganja	4	2.628.341	2.561.450	103
IV Nekretnine, postrojenja, oprema i biološka sredsta (006+007+008)	5	950.608.272	1.145.542.711	83
1. Nekretnine, postrojenja, oprema	6	949.973.033	1.144.966.850	83
2. Investicione nekretnine	7	374.790	379.070	99
3. Biološka sredstva	8	260.449	196.791	132
V Dugoročni finansijski rezultati (008+009)	9	2.465.787	2.364.404	104
1. Učešća u kapitalu	10	1.036.287	981.401	106
2. Ostali dugoročni finansijski plasmani	11	1.429.500	1.383.003	103
B. Obrtna imovina (13+14+15+21)	12	118.521.152	102.647.472	115
I Zalihe	13	26.861.274	27.283.424	98
II Stalna sredstva namenjena prodaji i sredstva poslovanja koje se obustavlja	14	0	0	0
III. Kratkoročna potraživanja, plasmani i gotovina (13+14+15+16)	15	91.659.878	75.364.048	122
1. Potraživanja	16	74.383.295	66.244.940	112
2. Potraživanja za više plaćen porez na dobitak	17	726.343	0	0
3. Kratkoročni finansijski plasmani	18	1.899.191	2.422.660	78
4. Gotovinski ekvivalenti i gotovina	19	13.460.762	5.922.037	227
5. Porez na dodatu vrednost i aktivna vremenska razgraničenja	20	1.190.287	774.411	154
IV Odložena poreska sredstva	21	0	0	0
B. Poslovna imovina (1+12)	22	1.074.223.552	1.253.116.037	86
G. Gubitak iznad visine kapitala	23	0	0	0
D. Ukupna aktiva (22+23)	24	1.074.223.552	1.253.116.037	86
Đ. Vanbilansna aktiva	25	258.937.204	186.598.910	139

Slika 7: Bilans stanja u EPS – u 2012 godini¹³

Pozicija	AOP	stanje na dan 31.12.2012. 1.1.2012.		Indeks
1	2	3	4	5
Pasiva				
A Kapital (102+103+104+105+106+107+108+109+110)	101	780.953.152	1.013.150.764	77
I Osnovni kapital	102	359.988.038	359.982.519	100
II Neuplaćeni upisani kapital	103	0	0	0
III Rezerve	104	0	0	0
IV Revalorizacije rezerve	105	555.670.124	781.672.944	71
V Nerealizovani dobiti po osnovu hartija od vrednosti	106	12.539	21.952	57
VI Nerealizovani gubici po osnovu hartija od vrednosti	107	686.477	663.833	103
VII Neraspoređena dobit	108	0	0	0
VIII Gubitak	109	134.031.072	127.862.818	105
IX Otkupljene sopstvene akcije	110	0	0	0
B. Dugoročna rezervisanja i obaveze (112+113+116)	111	201.072.978	157.243.030	128
II Dugoročna rezervisanja	112	13.272.433	12.340.596	108
II Dugoročne obaveze (114+115)	113	62.131.899	48.214.119	129
1. Dugoročni krediti	114	58.143.363	45.541.497	128
2. Ostale dugoročne obaveze	115	3.988.536	2.672.622	149
III Kratkoročne obaveze (117+118+119+120+121+122)	116	125.668.646	96.688.315	130
1. Kratkoročne finansijske obaveze	117	33.092.959	17.682.434	187
2. Obaveze na osnovu sredstava namenjenih prodaji i sredstava poslovanja koje se obustavlja	118	0	0	0
3. Obaveze iz poslovanja	119	63.076.448	52.104.217	121
4. Ostale kratkoročne obaveze	120	3.864.932	3.174.403	122
5. Obaveze na osnovu poreza na dodatu vrednost i ostalih javnih prihoda pasivna vremenska razgraničenja	121	25.634.307	21.098.756	121
6. Obaveze po osnovu poreza na dobitak	122	0	2.628.505	0
B. Odložene poreske obaveze	123	92.197.422	82.722.243	111
G. Ukupna pasiva (101+111+123)	124	1.074.223.552	1.253.116.037	86
D. Vanbilansna aktiva	125	258.937.204	186.598.910	139

Slika 8 : Bilans stanja – pasiva EPS u 2012 godini¹⁴

Elementi	Ostvarenje 2012	Plan 2012	Ostvarenje 2011	Indeks	
1	2	3	4	5	6
I Poslovni prihod	190.405.822	192.543.170	190.325.893	99	100
II Poslovni rashod	195.874.098	187.718.796	179.349.820	104	109
1. Nabavka električne energije	25.962.566	20.496.513	22.675.997	127	114
2. Troškovi materijala i goriva	17.722.986	15.782.538	14.153.903	112	125
3. Održavanje	18.112.729	18.086.652	19.953.168	100	91
4. Amortizacija	44.397.781	43.193.887	42.962.224	103	103
5. Troškovi zaposlenih	53.018.346	52.934.090	46.981.042	100	113
6. Osiguranje	2.275.874	2.644.692	1.917.322	86	119
7. Obaveze prema državi	13.301.213	14.653.100	10.551.367	91	126
8. Ostali poslovni rashodi	21.082.603	19.927.324	20.154.798	106	105
I - II Rezultat iz poslovnog odnosa	-5.468.276	4.824.374	10.977.073	-113	-50
III Prihod od finansiranja	13.534.264	11.374.855	9.891.008	119	137
IV Rashodi finansiranja	10.214.894	7.446.683	4.020.996	137	254
III- IV Rezultat iz finansijskih odnosa	3.319.370	3.928.172	5.870.012	85	57
V Ostali prihod	13.335.739	2.971.656	53.944.483	449	25
VI Ostali rashod	55.571.525	25.679.007	41.635.487	216	133
V - VI Rezultat iz poslovnih odnosa	-42.235.786	-22.707.351	12.308.996	0	-343
VII Dobitak poslovanja koje se obustavlja	0	0	0	0	0

¹⁴ www.eps.rs

VIII Gubitak poslovanja koje se obustavlja	0	0	0	0	0
VII - VIII Neto dobitak /gubitak poslovanja koje se obustavlja	0	0	0	0	0
A Ukupan prihod (I+ III + V + VII)	217.275.825	206.889.681	254.162.384	105	85
B Ukupan rashod (II + IV + VI + VIII)	261.660.517	220.844.486	225.006.303	118	116
A - B Ukupan finansijski rezultat	-44.384.692	-13.954.805	29.156.081	0	-152
Poreski rashod perioda	-659.296	0	-3.359.088	0	0
Odloženi poreski Rashodi/Prihod	33.296.674	0	571.156	0	5830
Neto ukupan finansijski rezultat	-11.747.314	-13.954.805	26.368.149	0	-45

Tabela 6: bilans uspeha za 2012. godinu

4.2. Racio analiza likvidnosti

Racio analiza likvidnosti poslovanja u kompaniji Elektroprivredi Srbije za 2012 će nam pomoći da bolje sagledamo poslovanje u dve godine. Da bi uporedili poslovanje kompanije mora se analizirati poslovanje kompanije u 2012. godini pomoću Racio analize.

Neretko se ističe da kriza likvidnosti ozbiljno potresa domaću ekonomiju i da se u grupi glavnih generatora te nelikvidnosti nalaze mnoga preduzeća u vlasništvu države. Određeni problemi na području servisiranja kratkoročnih obaveza i održavanja likvidnosti u ovom preduzeću mogu se prepoznati već na bazi letimičnog pregleda vrednosti statističkih pokazatelja likvidnosti. Tako racio tekuće likvidnosti, koji poredi obrtnu imovinu i kratkoročne obaveze i brzi racio likvidnosti koji nije ništa drugo do količnik zbira potraživanja, kratkoročnih finansijskih plasmana, gotovinskih ekvivalenata i gotovine, s jedne, i kratkoročnih obaveza, s druge strane. U svim posmatranim godinama uzimaju se vrednosti značajno niže od poželjnih za ove pokazatelje (2 za tekući racio i 1 za brzi racio). Krajem 2012. godine tekući racio posmatranog državnog preduzeća imao je za 64% manju vrednost od poželjne vrednosti tog pokazatelja u visini od 2, dok je iznos brzog racia bio za 48% niži od njegove orijentacione normale na nivou od 1.

Na slične zaključke navode nas i vrednosti gotovinskog racia koji se u grupi analiziranog državnog preduzeća kretao u rasponu od 0,02 obračunatog na osnovu zbirnog bilans stanja, zabeleženog kod JP Elektroprivrede Srbije. Konačno, defanzivni interval pokazuje da bi preduzeća u vlasništvu države, novčane poslovne rashode mogla nesmetano da otplaćuju iz postojeće monetarne imovine.

Moramo primetiti i to da su iznosi svih statističkih pokazatelja likvidnosti analiziranog državnog preduzeća bili prilično stabilni u posmatranom dvogodišnjem periodu, što nam govori da od kraja 2010. do kraja 2012. godine nije bilo znakova poboljšanja njihovog, inače narušenog, likvidnog položaja.

Slični zaključci slede i iz analiza novčanih tokova. Podatak da je neto novčani tok iz poslovnih aktivnosti (CFO), koji suštinski opredeljuje likvidnost preduzeća, bio pozitivan u svim posmatranim godinama i da je pri tome beležio rastući trend, treba tumačiti sa rezervom iz najmanje dva razloga. Prvo, iako je CFO bio pozitivan

nekoliko racia nam govori da on nije bio dovoljno visok. Tako su vrednosti racia pokrića kratkoročnih obaveza neto novčanim tokom iz poslovnih aktivnosti, koji poredi CFO i prosečne kratkoročne obaveze tokom godine. U analiziranom periodu bile duplo manje od poželjne vrednosti ovog pokazatelja sa stanovišta očuvanja likvidnosti od 0,40. Racio pokrića kratkoročnih finansijskih obaveza neto novčanim tokom iz poslovnih aktivnosti pokazuje da je državnom preduzeću u 2012. godini u proseku bilo potrebno čak dve godine da iz viška gotovine koji stvaraju poslovne aktivnosti otplate kratkoročne kredite i ostale kratkoročne kamatne dugove.

Drugi razlog za opreznost u tumačenju rastućeg trenda CFO leži u činjenici da ovaj rast nije bio posledica povećanja profitabilnosti poslovnih aktivnosti analiziranog preduzeća, niti brže naplate potraživanja. Zapravo, on je nastao usled značajnog usporavanja tempa isplate dobavljača i ostalih kratkoročnih obaveza, što ni u kom slučaju ne možemo pozitivno okarakterisati, budući da je reč o tendenciji koja nije finansijski održiva u dugom roku, a pri tome generiše nelikvidnost u privredi. Sve ovo jasno prikazuju priloženi zbirni finansijski izveštaji, ali i analiza poslovnog i gotovinskog ciklusa. Naime, poslovni ciklus posmatranog državnog preduzeća, kao vreme koje u proseku protekne od momenta nabavke materijala od dobavljača, preko proizvodnje i prodaje proizvoda, do momenta naplate potraživanja od kupaca bio je prilično stabilan u periodu od 2011. do 2012. godine i blago je oscilirao oko nivoa od 100 dana. S druge strane, u istom ovom periodu prosečno vreme regulisanja obaveza prema dobavljačima bilo je znatno duže i pri tome se povećalo sa 250 dana na 280 dana, kolika mu je vrednost bila u 2012. godini. Iz ovakvog odnosa poslovnog ciklusa, s jedne, i vremena obrta obaveza prema dobavljačima, s druge strane, proistekao je negativan gotovinski ciklus koji nam govori da se analizirano javno preduzeće u državnom vlasništvu nije oslanjalo na kratkoročne kreditne izvore u finansiranju poslovnog ciklusa. Zapravo, čitav teret finansiranja poslovnog ciklusa bio je prevaljen na dobavljače. Oni su isplaćivani neredovno, usled čega ni sami nisu mogli redovno izmirivati obaveze prema svojim dobavljačima, čime su postavljeni temelji za lančano širenje krize likvidnosti privredom.

4.2.1. Racio opšte likvidnosti (ROL)

Da bi izvršili racio analizu opšte likvidnosti poslovanja preduzeća u 2012. godini uzimamo podatke iz bilansa stanja tj. aktive i pasive kako bi dobili koeficijent poslovanja koji iznosi:

$$\text{ROL} = \text{Obrtna sredstva} / \text{Kratkoročne obaveze} = 118.521.152 / 125.668.646 = 0,943$$

Posle završnih računa u bilansima stanja u 2012. godini za posmatrano preduzeće. Utvrđen je rezultat racio opšte likvidnosti koji iznosi 0,943.

U oceni dobijenog rezultata gde se Racio opšte likvidnosti obično određuje vremenske (kretanje poslovanja u prošlosti) i prostorne (poređenje kompanije sa ostalim kompanijama) analize. Tako je da $\text{ROL} = 1$ i predstavlja donju granicu za odnos obrtnih sredstava i kratkoročnih obaveza. Na osnovu dobijenog rezultata od poslovanja preduzeća u 2012. godini ROL iznosi 0,943 i predstavlja nisku likvidnost preduzeća za kompaniju Elektroprivreda Srbije. Kompanija Elektroprivreda Srbije u 2012. godini je bila manje likvidnija u odnosu na racio opšte likvidnosti poslovanja u 2011. godini koja je iznosila 1,07.

4.2.2. Racio reducirane likvidnosti (RRL)

$$\text{RRL} = \text{Obrtna sredstva} - \text{Zalihe} / \text{Kratkoročne obaveze} = 118.521.152 - 26.861.274 / 125.668.646 = 91.659.878 / 125.668.646 = 0,729$$

Na osnovu dobijenih rezultata racio reducirane likvidnosti RRL u poslovanju preduzeća u 2012. godini koji iznosi 0,729 predstavlja da je svaki dinar kratkoročnih obaveza preduzeća pokriven sa 0,729 likvidnih sredstava. Razlika između racia reducirane likvidnosti u 2011. godini (0,787) i racia reducirane likvidnosti u 2012. godini (0,729) nam ukazuje da je preduzeće Elektroprivreda Srbije poslovalo likvidnije u 2011. godini.

4.2.3. Neto obrtna sredstva (NOS)

$NOS = \text{Obrtna imovina} - \text{Kratkoročne obaveze} = 118.521.152 - 125.668.646 =$

$NOS = -7.147.494$

Neto obrtna sredstva su bitna za likvidnost preduzeća jer utvrđuju razliku obrtne imovine i kratkoročnih obaveza u poslovanju preduzeća. Na osnovu dobijenog rezultata evidentno je da je preduzeće u 2012. godini imalo negativan iznos neto obrtnih sredstava. Podaci iz tabele 7 nam ukazuju da je poslovanje kompanije u 2012.godini imalo negativan iznos neto obrtnih sredstava, a u 2011.godini je imalo pozitivan iznos neto obrtnih sredstava.

Racio analiza likvidnosti	2012.	2011.
Racio opšte likvidnosti (ROL)	0,943	1,07
Racio reducirane likvidnosti (RRL)	0,729	0,787
Neto obrtna sredstva (NOS)	-7.147.494	6.831.036

Tabela 7 : Racio analiza likvidnosti za 2011. i 2012. godinu

4.3. Racio analiza aktivnosti

Kada je u pitanju analiza aktivnosti ona je bitna sa aspekta upravljanja finansijama u kompaniji Elektroprivreda Srbije jer ona direktno određuje efekte ulaganja i stepen likvidnosti i rentabilnosti u kompaniji.

4.3.1. Koeficijent obrta kupaca (KOK)

$$\text{KOK} = \text{Neto prihod od prodaje} / \text{Prosečan S kupci} = 190.405.822 / 74.383.295 = 2,56$$

Kada je u pitanju koeficijent obrta kupaca u poslovanju kompanije koji se zasniva na odnosu neto prihoda od prodaje i prosečnog saldo kupca tokom godine dolazi se do podatka da je koeficijent 2,56 što označava koliko se puta godišnje naplaćuju prosečna potraživanja u kompaniji u 2012. godini. Koeficijent obrta kupaca za 2012. godini iznosi malo manje od koeficijenta u 2011. godini koji iznosi 2,86.

$$\text{Prosečan period naplate} = 365 / \text{KOK} = 365 / 2,56 = 142,57 \text{ dana}$$

Rezultat dobijen za prosečan period naplate od kupaca nam pokazuje da kompanija u proseku od 142,57 dana izvrši naplatu potraživanja od kupaca. Kod dobijenog rezultata radi se o nepoštovanju standarda poslovanja i niske efikasnosti politike naplate potraživanja od kupaca.

4.3.2. Koeficijent obrta zaliha (KOZ)

$$\text{KOZ} = \text{Nabavna vrednost prodane robe} / \text{prosečno stanje zaliha} = 82.880.884 / 26.861.274 = 3,09$$

Koeficijent obrta zaliha koji predstavlja važan segment njegove konverzije u gotovinu. KOZ se zasniva na odnosu nabavne vrednosti prodane robe i prosečnog stanja zaliha za 2012. godinu i koji iznosi 3,09. To znači da se tokom godine prosečne zalihe obrnu 3,09 puta od svake nabavne vrednosti prodane robe.

$$\text{Prosečan period vezivanja zaliha} = 365 / \text{KOZ} = 365 / 3,09 = 118,12 \text{ dana}$$

$$\text{Prosečan period konverzije zaliha} = \text{Prosečan period vezivanja zaliha} + \text{Prosečan period naplate} = 118,12 + 142,57 = 260,69 \text{ dana}$$

Prosečan period konverzije zaliha u kompaniji u 2012. godini pokazuju da se od trenutka prispeća u kompaniju kao sirovine i materijala, preko zadržavanja u procesu proizvodnje do momenta prodaje zadržavaju 260,69 dana

4.3.3. Koeficijent obrta dobavljača (KOD)

$KOD = \text{Nabavna vrednost prodate robe} - \text{Promena stanja zaliha} / \text{Prosečno stanje dobavljača} = 195.874.098 - 422.150 / 63.076.448 = 195.451.948 / 63.076.448 = 3,10$

$\text{Prosečno vreme plaćanja dobavljača} = 365 / KOD = 365 / 3,10 = 117,74 \text{ dana}$

Ovako utvrđen koeficijent pokazuje da se tokom 2012. godine u kompaniji EPS koeficijent obrta dobavljača iznosila 3,10 što znači da su se obaveze prema dobavljačima isplaćivale na svakih 117,74 dana što dovodi do velike nelikvidnosti privrede i otežava naplatu potraživanja dobavljača. Kada je u pitanju koeficijent obrta dobavljača u 2012. godini, on je za razliku od 2011. godine povećao broj dana otplate dobavljača sa 106,41 na 117,74 dana što dovodi javno preduzeće da produžava rok otplate potraživanja svake naredne godine.

4.3.4. Koeficijent obrta stalne imovine (KOSL)

$KOSL = \text{Neto prihod od prodaje} / \text{Prosečno stanje stalne imovine} = 190.405.822 / 955.702.400 = 0,199$

Kod koeficijenta obrta stalne imovine KOSL veoma je važno da se kontroliše efikasnost njegovog korišćenja, koji predstavlja odnos neto prihoda od prodaje i prosečnog stanja stalne imovine i koji iznosi 0,199. Na osnovu podataka poslovanja iz prethodne godine KOSL se malo povećao za razliku od 2011. godine koji je iznosio 0,165. Razlozi za nizak KOSL jesu u preteranim ulaganjima i fiksnoj imovini ili nepovoljnoj strukturi kao što je kompanija Elektroprivreda Srbije. Praktičan primer tog koeficijenta je kompanija EPS sa predimenziranom imovinom i veliki broj neiskorišćenog kapaciteta poslovanja što utiče na likvidnost i rentabilnost poslovanja kompanije.

4.3.5. Koeficijent obrta ukupne poslovne imovine (KOUPI)

$KOUPI = \text{Neto prihod od prodaje} / \text{Prosečna ukupna poslovna imovina} = 190.405.822 / 1.074.223.552 = 0,177$

Na osnovu podataka iz Bilansa stanja za 2012. godinu (KOUPI) – predstavlja skup koeficijenata imovine kao što su: potraživanje, zalihe, stalna imovina. Kada je u

pitanju koeficijent (KOUPI) u 2012. godini koji iznosi 0,177 i koji je veći od koeficijenta (KOUPI) za 2011. godinu koji iznosi 0,151. Cilj kompanije EPS je da se poveća koeficijent obrta ukupne poslovne imovine i omogući što bolje poslovanje kompanije u budućnosti.

Racio analiza aktivnosti	2012.	2011.
Koeficijent obrta kupaca (KOK)	2,56	2,86
Koeficijent obrta zaliha (KOZ)	3,09	2,82
Koeficijent obrta dobavljača (KOD)	3,10	3,43
Koeficijent obrta stalne imovine (KOSL)	0,199	0,165
Koeficijent obrta ukupne poslovne imovine (KOUPI)	0,177	0,151

Slika : Racio analiza aktivnosti u 2011 i 2012 godini – prikaz rezultata

4.4. Pokazatelji finansijske strukture

Da bi se izvršili pokazatelji finansijske strukture moraju se podvrgnuti analizi različitih oblika analize kao što će biti kvalifikovani sa aspekta:

- Vlasništva,
- Roka dospeća za vraćanje

Pokazatelji finansijske strukture se koriste za potrebe sagledavanja sposobnosti preduzeća koje treba da odgovori potrebama finansijskih obaveza kako bi prebrodila krizu i da bi vratila novac stranim i domaćim poveriocima za kamate i ostale obaveze koje kompanija ima kako bi u narednom periodu što bolje poslovala.

4.4.1. Racio analiza zaduženosti (solventnosti)

Racio zaduženosti = Pozajmljeni izvori / Ukupni izvori = Dugoročne obaveze +
Kratkoročne obaveze / Ukupna pasiva = $62.131.899 + 125.668.646 / 1.074.223.552$
 $= 187.800.545 / 1.074.223.552 = 0,175$

Analiza solventnosti

Kriza likvidnosti može biti uvod u krizu solventnosti, naročito u slučaju u kome su likvidnosni problemi prisutni u dužem vremenskom periodu. Najveću vrednost racia pokrića kratkoročnih obaveza neto novčanim tokom iz poslovnih aktivnosti u 2012. godini ostvarila je Elektroprivreda Srbije (0,25).

Već sada možemo primetiti određene znake koji nagoveštavaju i ovu krizu, pri čemu nikako ne smemo dozvoliti da nas površni pregled strukture ukupnog kapitala i strukture izvora finansiranja analizom obuhvaćenog državnog preduzeća zavarava. Naime, iako sva racia zaduženosti u tabeli (ukupne obaveze / kapital, dugovi / kapital) jasno pokazuju da kapital vlasnika dominira ukupnim kapitalom i izvorima finansiranja posmatranog preduzeća, ovaj podatak treba uzeti u obzir sa rezervom prilikom procene dugoročne finansijske sigurnosti tog preduzeća i to iz dva razloga:

Prvo, najveći deo imovine ovog preduzeća čini stalna imovina, što se jasno vidi iz zbirnog bilansa stanja u tabeli 2. Njeno učešće u ukupnoj imovini krajem 2012. godine bilo je čak 94,74%. Poznato je da stalna imovina predstavlja najrizičniji deo aktive preduzeća, pa je otuda sa stanovišta očuvanja dugoročne finansijske stabilnosti poželjno da ona bude u celosti finansirana najkvalitetnijim kapitalom, a to je kapital vlasnika to jeste države.

Uprkos visokom vlasničkom kapitalu analiziranog preduzeća ovaj zahtev nije ispunjen, o čemu svedoče vrednosti racia pokrića stalne imovine koje su bile manje od 1 i negativne vrednosti sopstvenog neto obrtnog kapitala 1. Pri tome, solventnost ovog preduzeća posebno je bila ugrožena činjenicom da je jedan deo njihove stalne imovine bio finansiran iz kratkoročnih obaveza, što govori o neusklađenosti imovine i izvora finansiranja. Ovaj zaključak direktno proizilazi iz negativnih vrednosti neto obrtnog kapitala. Najveća vrednost racia pokrića u 2012. u kompaniji je iznosila –

0,27%.u 2011. godini. JP Elektroprivreda Srbije, izvršili su sveobuhvatnu revalorizaciju nekretnina, postrojenja, opreme i bioloških sredstava kojima su raspolagali i na konto toga primetno podigli vrednost revalorizacionih rezervi i vlasničkog kapitala u svojim knjigama. To je dovelo do značajnog povećanja učešća kapitala vlasnika u izvorima finansiranja analizom obuhvaćenih državnog preduzeća, a posledično i do osetnog smanjenja vrednosti svih racia zaduženosti. U tom periodu zaduženost je povećana budući da su porasle i finansijske i ukupne obaveze preduzeća. Zbog čega je došlo do pomenutog povećanja finansijskih i ukupnih obaveza posmatranog preduzeća. Konture odgovora na ovo pitanje već su iscrptane u okviru prethodno sprovedene analize likvidnosti. Naime, ona je pokazala da rast finansijskih obaveza nije bio izazvan potrebom finansiranja poslovnog ciklusa. Zapravo, ta potreba je prouzrokovala rast poslovnih obaveza i to obaveza prema dobavljačima. Krediti i ostale finansijske obaveze prevashodno su korišćeni za finansiranje kapitalnih izdataka. Već je pokazano da u prethodnom periodu CFO nije bio dovoljan za pokriće kapitalnih izdataka. Ukoliko u obzir uzmemo i činjenicu da se u tome periodu osnovni kapital nije značajno menjao, što se jasno vidi iz priloženog zbirnog bilansa stanja u tabeli 2, brzo ćemo doći do zaključka da su nedostajuća sredstva za finansiranje investicija u nematerijalnu imovinu i nekretnine, postrojenja, opremu i biološka sredstva pribavljena iz kreditnih izvora. Razumljivo, ovo je povećalo izloženost državnog preduzeća kako kratkoročnim, tako i dugoročnim finansijskim rizicima. Dodatne razloge za zabrinutost u pogledu sposobnosti posmatranog preduzeća da nesmetano izmiruju svoje dugoročne obaveze bez pomoći države pronalazimo u niskim vrednostima racia pokrića obaveza neto novčanim tokom iz poslovnih aktivnosti u prethodnom periodu.

Naime, u 2012. godini vrednost ovog pokazatelja iznosila je svega 0,08, što je bilo znatno manje od njegove poželjne vrednosti sa stanovišta očuvanja dugoročne finansijske stabilnosti preduzeća.

Prethodne stavove o ugroženoj solventnosti javnih i drugih državnih preduzeća potvrđuju i niske vrednosti racia pokrića kamata.

Pomoću ovog pokazatelja vidimo da je kompanija Elektroprivreda Srbije visoko zadužena kompanija, da se u proteklih nekoliko godina sve više zadužuje kako bi održala svoje poslovanje i isplatila svoje obaveze.

Pokazatelji zaduženosti:

- pokazuju strukturu kapitala i puteve kojima preduzeće finansira svoju imovinu
- oni određuju nivo korišćenja finansijskih sredstava za koja se kompanija zadužila
- preduzeća sa značajno visokim stepenom zaduženosti gube finansijsku fleksibilnost, mogu imati probleme pri pronalaženju novih investitora, a mogu se suočiti i s rizikom bankrota.
- zaduženost nije nužno loša, naime, ukoliko je stepen zaduženosti pod kontrolom, a pozajmljena sredstva se koriste na pravi način, zaduženost može doprineti porastu povraćaja na investirani kapital.

4.4.2. Racio analiza strukture kapitala (D/ E racio)

$$D/E = \text{Dugoročni dugovi} / \text{Sopstveni izvori} = 62.131.899 / 780.953.152 = 0,080$$

Na osnovu podataka iz Bilansa uspeha koji su dobijeni za racio strukture kapitala koji pokazuju odnos dugoročnih dugova i sopstvenih izvora se odražava na politiku poslovanja preduzeća, jer racio iznosi 0,080 što je ispod minimuma za racio gde je normalna vrednost jednaka 1.

4.4.3. Odnos dugoročnih dugova prema dugoročnim izvorima

$$\text{Odnos duga prema dugoročnim izvorima} = \text{Dugoročni dugovi} / \text{Dugoročni izvori} =$$

$$\text{Dugoročne obaveze} / \text{Kapital} + \text{Dugoročne obaveze} = 62.131.899 / 780.953.152 + 62.131.899 = 62.131.899 / 843.085.051 = 0,074$$

U oceni ovog racia ne postoji opšte prihvaćen standard, ali pomeranjem strukture kapitala prema jeftinijim pozajmljenim izvorima pogoduje racio rentabilnosti, ali visoke finansijske rashode u poslovanju Elektroprivrede Srbije u 2012. godini. Za razliku od 2011. godine odnos dugoročnog duga i dugoročnog izvora se povećao u odnosu na 2011. godinu koji je iznosio 0,045, a sada je 0,074.

4.4.4. Pokazatelji pokrića

Racio pokrića rashoda na ime kamata (times – interest- earned ratio – TIE) =
Poslovni dobitak / Rashodi za kamatu = - 5.468.276 / 10.214.894 = - 0,535

Pokazatelji finansijske strukture	2012.	2011.
Racio analiza zaduženosti (Solventnosti)	0,175	0,115
Racio analiza strukture kapitala (D / E racio)	0,08	0,047
Odnos dugoročnih dugova prema dugoročnim izvorima	0,074	0,045
Pokazatelji pokrića (racio pokrića rashoda na ime kamata)	-0,535	3,11

Tabela 9: Pokazatelji finansijske strukture u 2011 i 2012 godine

4.5. Pokazatelji rentabilnosti

Rentabilnost je najširi izraz efikasnosti jer pokazuje kako je tržište vrednovalo efekte ulaganja sredstava i kako ocenjuje sposobnost preduzeća da sa uloženim resursima proizvodi i stvara vrednost, pa predstavlja sposobnost preduzeća da sa uloženim resursima ostvari maksimalan profit. Rentabilnost je izraz zarađivačke sposobnosti preduzeća.

4.5.1. Pokazatelj stope prinosa

$$\text{ROA} = \text{Neto dobitak} / \text{Prosečna ukupna poslovna imovina} = - 11.747.314 / 1.074.223.552 = - 0,0109$$

Ovako utvrđen rezultat ističe da kompanija posluje nerentabilno, za razliku od 2011. godine kada je rezultat bio malo veći od nule i iznosio je 0,021. Oba pokazatelja stope prinosa pokazuju nisku rentabilnost poslovanja kompanije u 2011. i 2012. godini.

$$\text{SPUPS} = \text{Poslovni dobitak} / \text{Prosečna poslovna sredstva} = -42.235.786 / 1.074.223.552 = - 0,0393$$

Utvrđen rezultat nam pokazuje da je preduzeće imalo mnogo veću poslovnu imovinu od svog poslovnog dobitka u 2012. godini. Sa aspekta poslovanja ovaj pokazatelj nam pokazuje da je poslovni rezultat u gubitku od - 42. 235.786 dinara naspram velike poslovne imovine što dovodi do velikih troškova poslovanja u kompaniji.

$$\text{ROE} = \text{Neto dobitak} / \text{Prosečna sopstvena imovina} = - 11.747.314 / 780.953.152 = - 0,0150$$

Ovako utvrđen rezultat koji ukazuje na to da je preduzeće na kraju 2012 godine prema podacima iz bilansa stanja i bilansa uspeha pokazalo da je preduzeće na kraju finansijske godine imalo negativan neto dobitak, a prosečna sopstvena imovina mnogo veća što dovodi do minusa u poslovanja u kompaniji. Kada su u pitanju pokazatelji iz 2011. godine koji pokazuju da je rezultat bio 0,012 što je minimalno veći od pokazatelja u odnosu na 2012. godinu.

4.5.2. Du Pont analiza

Du pont analiza poslovanja u 2012. godine je veoma značajna jer se često koristi pri donošenju poslovnih odluka za finansijsko poslovanje i upravljanje u kompaniji. Ona se zasniva na relaciji prema stopi neto prinosa na ukupnu poslovnu imovinu (ROA) koja je objašnjena na sledećem proizvodu dve celine:

$$\text{ROA} = \text{SND} \times \text{KOUPI} = - 0,0109 = \text{SND} \times 0,177 ;$$

Nakon dobijenog rezultata (ROA) od -0,0109 treba izvršiti matematičku operaciju da bi se dobio rezultat stope neto dobitka koji je jednak:

$$\text{SND} = \text{ROA} / \text{KOUPI} = -0,0109 / 0,177 = -0,06158$$

$$\text{ROE} = \text{ROA} \times \text{multiplikator sopstvenih sredstava (kapitala)} - \text{MSS}$$

$$\text{MSS} = \text{Prosečna poslovna imovina} / \text{Prosečni sopstveni kapital} = 1.074.223.552 / 780.953.152 = 1,38$$

$$\text{ROE} = \text{ROA} \times \text{MSS} = -0,0109 \times 1,38 = -0,0150$$

$$\text{ROE} = \text{SND} \times \text{KOUPI} \times \text{MSS} = -0,06158 \times 0,177 \times 1,38 = -0,0150$$

Nakon dobijenog rezultata (ROE) koji se u praksi koristi u široj varijanti gde ROA dovodi u vezu sa ROE. MSS predstavlja odnos prosečnih ukupnih poslovnih sredstava u kompaniji i prosečnih sopstvenih sredstava (kapitala). Na osnovu podataka ROE koji se dobija na dva načina:

1. Kao proizvod koeficijenta neto dobitka i multiplikatora sopstvenih sredstava.
2. Kao proizvod stope neto dobitka, koeficijenta obrta ukupne poslovne imovine i multiplikatora sopstvenih sredstava.

Na osnovu izračunatih koeficijenata na dva načina dobijen je isti rezultat koji iznosi – 0,0150 koji nam pokazuje da je rentabilnost poslovanja kompanije EPS u 2012. godini bila u gubitku. U odnosu na 2012. gde je rezultat bio u minusu, u 2011 godini je pokazatelj bio u plusu i iznosio je 0,0259 što je nedovoljno za normalno poslovanje kompanije za plaćanje svojih obaveza.

Pokazatelji rentabilnosti	2012	2011
Koeficijent zarađivačke moći preduzeća (ROA)	-0,0109	0,021
Odnos poslovnog dobitka i prosečne poslovne imovine (SPUPS)	-0,0393	0,0099
Odnos neto dobitka i prosečna sopstvena imovina (ROA 1)	-0,015	0,012
Du Pont analiza		
Proizvod neto dobitka po jednom obrtu (SND)	-0,06	0,139
Multiplikator sopstvenih sredstava (MSS)	1,38	1,235
Du pont analiza (ROE)	-0,015	0,0259

Tabela 10: Pokazatelji rentabilnosti poslovanja kompanije EPS u 2011. i 2012. godini

4.6. Pokazatelji ekonomičnosti:

- mere odnos prihoda i rashoda
- pokazuju koliko se prihoda ostvari po jedinici rashoda
- ako je vrednost pokazatelja manja od 1, to znači da preduzeće ostvaruje gubitak.

Pokazatelji ekonomičnosti:

- Ekonomičnost ukupnog poslovanja (ukupni prihodi / ukupni rashodi);

Ekonomičnost ukupnog poslovanja Elektroprivrede Srbije u 2012. godini iz ovog pokazatelja pokazuje sledeće:

$$EUP = 217.275.825 / 261.660.517 = 0,83$$

Na osnovu primera ekonomičnosti poslovanja Elektroprivrede Srbije u 2012. godini pokazuje da je kompanija poslovala sa gubicima.

- Ekonomičnost redovnog poslovanja (prihodi iz redovnog poslovanja / rashodi iz redovnog poslovanja).

$$ERP = 190.405.822 / 195.874098 = 0,97$$

- Ekonomičnost finansiranja (prihodi od finansiranja / rashodi finansiranja).

$$EF = 13.534.264 / 10.214.894 = 1,32$$

Pokazatelji ekonomičnosti	2012.	2011.
Ekonomičnosti ukupnog poslovanja	0,83	1,13
Ekonomičnost redovnog poslovanja	0,97	1,06
Ekonomičnost finansiranja	1,32	2,46

Tabela 11: Pokazatelji ekonomičnosti poslovanja kompanije EPS u 2011 i 2012 godini¹⁵

Finansijsko poslovanje EPS u 2012 godini

Privredu Srbije u 2012 godini obeležio je nastavak nepovoljnih tendencija, započetih u drugoj polovini 2011 godine novim talasom globalne ekonomske krize:

- opadanje privredne aktivnosti,
- usporavanje rasta izvoza i uvoza robe
- povećanje platne bilansne i fiskalne neravnoteže,
- porast inflacije,

¹⁵ Pokazatelji ekonomičnosti poslovanja u 2011 i 2012 godini

- pad zaposlenosti i povećanje nezaposlenosti,
- realni rast zarade,
- povećanje restriktivnosti monetarne politike i slabljenje dinara,
- smanjenje deviznih rezervi,
- usporavanje kreditne sposobnosti banke,
- visoki udeo problematičnih kredita u ukupno odobrenim kreditima.

U 2012. godini proizvodnja električne energije bila je tri odsto manja od planirane i četiri odsto manja od ostvarenja u prethodnoj godini. Značajna su bila mesečna odstupanja u dinamici proizvodnje i potrošnje električne energije u odnosu na plan i prethodnu godinu što je bilo uslovljeno klimatskim i hidrološkim uslovima.

Proizvodnja uglja u 2012. godini bila je na nivou planirane za isti period i za sedam odsto manja od ostvarenja u 2011. godini.

Finansijski rezultati poslovanja EPS – a u 2012. godini ¹⁶– Uvećanje rashoda je najvećim delom rezultat povećane nabavke električne energije usled velike suše. Troškovi nabavke električne energije iskazani su u konsolidovanom bilansu EPS – a za 2012. godinu veći su za 14 odsto od ostvarenih u prethodnoj godini. Nabavka energije od eksternih pravnih lica vršena je u uslovima eksterno niskih temperatura, shodno zaključcima i preporukama Vlade Republike Srbije o racionalizaciji potrošnje energije i energenata i sprečavanje uvođenja mera ograničenja isporuke energije i energenata. Akumulirani gubici u poslovanju iznose 134 milijarde dinara.

Finansijski status preduzeća, sa stanovništa likvidnosti i rentabilnosti još je nepovoljan u uslovima velike zaduženosti iz prethodnih godina. Ukupne obaveze na dan 31. 12. 2012. godine iznosile su 201 milijardu dinara, a potraživanja 185 milijardi dinara (bruto). Kratkoročne obaveze čine 62,5 odsto ukupnih obaveza. Iako za 2012. godinu nije planiran izvoz električne energije, izvezen je 251GWh, čime je ostvaren prihod od 1,44 milijarde dinara.

Ostvareni prihod od toplotne energije i tehnološke pare manji je u odnosu 2011. godinu za tri odsto, a u odnosu na planirani za 41 odsto. Proizvodnja, odnosno plasman ovog vida energije uslovljen je intenzitetom privrednih aktivnosti potrošača i potreba za toplotnom energijom u zavisnosti od temperaturnih uslova. Isporuke

¹⁶ Agencija za privredne registre

drugim kompanijama od 1 647 GWh veće su od plana za 16 odsto i manje od ostvarenja u prethodnoj godini za 21 odsto. Eksterne isporuke električne energije na konzumnom području Srbije u 2012. godini iznosile su 27.326 GWh, što je manje za tri odsto od planiranih i za dva odsto manje u odnosu na prethodnu godinu. Procenat gubitka u distribuciji električne energije iznosio je 14,14 odsto, što je na nivou plana , i za jedan odsto je manji od gubitaka u 2011. godini. U finansijskom izveštaju za 2012. godinu, u konsolidovanom bilasnu uspeha EPS – a iskazan je gubitak u poslovanju od 11. 747 milona dinara, a planirano je 13.955 miliona dinara pri čemu su ostvareni sledeći rezultati:

- negativan iz poslovnih odnosa od 5.468 miliona dinara,
- pozitivan iz finansijskih odnosa od 3.319 miliona dinara,
- negativan iz ostalih odnosa od 42.236 miliona dinara.

Poslovni rashodi iskazani u konsolidovanom bilansu EPS – a u 2012. godini iznosili su 195,9 miliona dinara, što je za četiri odsto više od planiranih i devet odsto od ostvarenih u prethodnoj godini.

Rezultati analize finansijskih izveštaja koriste se kao podloga i za:

- Projektovanje biznis planova;
- Kratkoročno i srednjoročno planiranje;
- Planiranje investicionih projekata;
- Procenjivanje vrednosti kapitala;
- Planove spajanja i pripajanja ili podele;
- Procene vrednosti prilikom istupanja značajnih vlasnika kapitala iz privrednog društva;
- Planiranje izlaska privrednog društva iz zone gubitka,
- Ocenu finansijskog položaja i boniteta privrednog društva.

4.7. Ograničenja i upotrebljivost racio analize

Finansijska analiza operiše sa veličinama iskazanim u finansijskim izveštajima u pokušaju da sagleda finansijsku snagu i slabosti preduzeća. Interes za rezultate analize pokazuju različite grupe korisnika, među kojima su svakako najznačajniji menadžment preduzeća, vlasnici (akcionari), kreditori i ostali korisnici. Svaka od ovih interesnih grupa na rezultate analize gleda iz ugla sopstvenih interesa i specifičnih odluka koje mora da donese, tako da njihovi zahtevi i potrebe za odgovarajućim informacijama nisu iste. Tako

- menadžment preduzeća ima najobimnije informacione potrebe i zahteve prema finansijskoj (racio) analizi u težnji što detaljnijeg sagledavanja tekućeg stanja i kontrole razvoja tog stanja, sa osnovnim ciljem da se informacije iskoriste za poboljšanje poslovnih i finansijskih performansi preduzeća,
- kreditori svoju pažnju usmeravaju na sagledavanje i ocenu sposobnosti preduzeća da otplati dugove u punom iznosu i na vreme, odnosno procenu rizika naplate kojim su njihova potraživanja opterećena u konkretnom preduzeću,
- ostali korisnici (sadašnji i potencijalni ulagači, analitičari hartija od vrednosti, berzanski posrednici itd.) ističu pokazatelje efektivnosti i perspektive budućeg rasta preduzeća.

Iako racio analiza uspeva da produkuje potrebne informacije za sve grupe korisnika, pri korišćenju i oceni pojedinih pokazatelja korisnik ili analitičar mora biti svestan inherentnih problema i ograničenja racio analize:

- nepostojanje objektivnih i opšte važećih standarda za ocenu pojedinih pokazatelja, posebno za velika diverifikovana preduzeća kao celinu ili za preduzeća lidere u svojoj grupaciji,
- teškoće oko ocene izolovanog odnosa (racija) na relaciji dobro-loše (visok nivo likvidnih sredstava i RRL je, svakako, poželjan sa aspekta likvidnosti, ali može značiti i nepotrebno imobilisanje gotovine, a time i ugrožavanje zahteva rentabilnosti),
- postojanje razlika u računovodstvenoj praksi različitih preduzeća (razlike u procenjivanju pojedinih bilansnih pozicija; načinu alokacije prihoda i rashoda; primenjenim metodama obračuna troškova amortizacije ili utroška zaliha (*FIFO, LIFO*) ili primena različitih tehnika namernog zamagljivanja

(„šminkanja“ – *window dressing techniques*) ili falsifikovanja finansijskih izveštaja (*creative accounting*) mogu bitno narušiti uporedivost utvrđenih pokazatelja sa odgovarajućim standardima,

- bilansne pozicije, kao osnova za racio analizu bazirane su na konceptu istorijskog troška i ne mogu objektivno izraziti relativne promene vrednosti koje vremenom nastaju kao posledica promene kupovne snage novca,
- racio pokazatelji nisu u mogućnosti da izraze kvalitativnu stranu pozicija koje ulaze u obračun (visoka obrtna sredstva i ROL su vrlo dubiozni sa aspekta likvidnosti ukoliko najveći procenat obrtne imovine čine nekonkurentne zalihe gotovih proizvoda),
- racio pokazatelji su po definiciji statističkog karaktera i ex post orijentisani.

Analitičar mora biti svestan ovih ograničenja i izvršiti potrebna podešavanja finansijskih izveštaja za potrebe racio analize (deflacioniranje, eliminisanje uticaja sezonskih i cikličnih kretanja, uprosečavanje određenih vrednosti), jer mehaničko izračunavanje i interpretacija pojedinih pokazatelja može biti vrlo opasno i navesti na pogrešne zaključke. U finansijskoj teoriji ¹⁷ danas postoji opšta saglasnost da oprezno i promišljeno korišćenje tehnike racio analize, uz respektovanje pomenutih ograničenja, može eksternim analitičarima omogućiti sasvim solidan uvid u finansijsko stanje i zarađivačku moć preduzeća.

Na kraju, nužno je istaći još jednu inherentnu opasnost vezanu za pokazatelje racio analize sa aspekta osnovnog cilja upravljanja finansijama preduzeća, definisanog kao težnja za maksimiranjem rentabilnosti (vrednosti) preduzeća. Finansijska analiza bazirana na finansijskim izveštajima preduzeća zarađivačku moć meri i izražava preko pokazatelja rentabilnosti (ROA ili ROE), koji predstavljaju odnose čisto računovodstvenih veličina (neto dobitka i angažovane poslovne ili sopstvene imovine) sa svim ograničenjima koji iz toga proizlaze. Empirijska iskustva ukazuju na visoku korelaciju ROE i vrednosti preduzeća. Međutim, oslanjanje samo na ROE kao kriterijum za donošenje investicionih i finansijskih odluka može u nekim situacijama biti veoma opasno. Te situacije su vezane za probleme kojima je opterećen i profit (neto dobitak), a odnose se na nemogućnost ROE da izrazi razlike između različitih alternativa ulaganja, vezane za rizik ili veličinu ulaganja. Stoga je preporučljivo da se

¹⁷ Ranković J., Upravljanje finansijama preduzeća, VI izdanje, Ekonomski fakultet, 1989, str 140

stopa prinosa određenog projekta razmotri u kontekstu rizika i veličine ulaganja, da bi se procenio uticaj na vrednost preduzeća kao celine.

Kao mera zaštite od pogrešnih zaključaka analiticarima se preporučuje praćenje i kontrola pokazatelja koji nisu direktno izvedeni iz finansijskih izveštaja preduzeća, počev od promena u broju zaposlenih ili promena odnosa menadžmenta prema okruženju ili obavezama, preko promena u uslugama i servisima koji uobičajeno stoje na raspolaganju kupcima, do promena koje se tiču opšte slike kompanije u javnosti.

Sa druge strane, kao preventiva se preporučuje pažljivo praćenje i kontrola ispravnosti i zakonitosti rada menadžmenta, ozbiljno proučavanje i kontrola izveštaja menadžmenta itd. U finansijskoj teoriji danas postoji opšta saglasnost da oprezno i promišljeno korišćenje racio analize, uz respektovanje pomenutih ograničenja, može eksternim analitičarima omogućiti sasvim solidan uvid u finansijsko stanje i zarađivačku moć preduzeća.

Zbog svih pobrojanih razloga jasno je da se metodologija finansijske analize mora koristiti oprezno i promišljeno, a definitivna ocena finansijskog položaja i zarađivačke moći preduzeća bazirati ne samo na sagledavanju svih racio pokazatelja već i na razmatranju niza kvalitativnih pokazatelja vezanih za specifične karakteristike konkretnog preduzeća. Relevantne kvalitativne pokazatelje Americko udruženje individualnih investitora (AAII)¹⁸ vezuje za niz faktora koji proizlaze iz karakteristika:

- okruženja (konkurencija, zakonska i druga regulativa),
- preduzeća (tržište nabavke i prodaje, glavni proizvodi, uvezno-izvezna zavisnost)
- buduće perspektive (obim ulaganja u istraživanje i razvoj novih proizvoda).

Cilj analize nije da se prema određenim pravilima (standardima) utvrdi da je finansijska situacija povoljna ili nepovoljna već da pomogne da se koncipira takva finansijska struktura koja najuspešnije omogućava realizaciju ciljeva preduzeća. Ta željena finansijska struktura nije unapred fiksirana, niti se ona može fiksirati pošto je podložna promenama u skladu sa menjanjem prilika u preduzeću ili okruženju.

Načelno, oblikovanje optimalne (željene) finansijske strukture podrazumeva respektovanje principa poslovne politike i permanentno usklađivanje tokova novca u preduzeću.

¹⁸ www.aaii.org

Zaključak

Kompanija Elektroprivreda Srbije ima veliki značaj za poslovanje privrede u Srbiji i zato je jako važno da svi segmenti koji posluju unutar nje imaju društveno odgovorni menadžment kompanije. Za dobro poslovanje moraju se donositi prave odluke za njeno finansijsko poslovanje. Potrebno je da se vodi računa o kretanju prilika u poslovanju kompanije na srpskom tržištu. Usklađivanje filozofija u praksi menadžmenta i usklađivanje društvene – političke kulture predstavljaju značajne faktore razvoja menadžmenta. Društvena odgovornost se formalno može objasniti pomoću odgovornosti menadžmenta kompanije u optimalnom izboru odluke koja treba da doprinese dobrobiti i interesima društva kao i same organizacije. U cilju maksimizacije profita kompanija mora voditi odgovornu politiku investiranja u narednim godinama. To pre svega znači da se kroz menadžment izaberu pravi kadrovi i da se krene i rešavanje problema koje mogu naći u poslovanju organizacije. Svaka kompanija mora imati jasan određen biznis plan koji će se poštovati i kojeg će se pridržavati. Strategija biznis plana treba jasno i precizno da se odredi na osnovu kapitala koja ta kompanija ima. Potrebno je da se novac uloži u najprofitabilnije poslove koje EPS radi u nekoliko narednih godina. Moraju se prikazati finansijski jednogodišnji, petogodišnji i višegodišnji planovi koji će EPS usmeriti da svoj kapital ulaže u projekte koji imaju perspektivu za njihovo dalje napredovanje u ovoj oblasti poslovanja. Za to je važno da država preduzme korake da EPS ima konkretne investicione projekte u budućnosti. Pošto se svet brzo menja i njeno poslovanje čini boljim mora se ulagati u razne druge izvore električne energije jer su zalihe uglja ograničene. To su pre svega Hidroelektrane, solarne energije, energije vetra itd. koje su zastupljene i u drugim razvijenijim državama. Očekuje se da kompanija kao što je EPS ima potencijala da bude jedna od najboljih kompanija u regionu, jer i to zaslužuje. Da bi organizacija dobro poslovala moraju se identifikovati problemi, a tim problemima naći moguće rešenje u tom trenutku. Da bi se rešili problemi treba imati preporuku za rešavanje najvažnijih problema. Ukoliko bude velikih investicija na srpskom tržištu doći će do porasta standarda u Srbiji koji će značiti da će na berzanskom i bankarskom poslovanju biti veće ulaganje u akcije i obveznice što bi dovelo do jačanja privrede u Srbiji. U ovom master radu su potvrđene postavljene hipoteze istraživanja. U master radu su korišćeni komparativni metod istraživanja

gde su korišćeni: deskriptivni, korelacioni, analitički metod istraživanja. Njihov cilj je da budu sagledani važni segmenti rada u ovom master radu i njihovo delovanje na poslovanje kompanije.

Literatura:

1. Adižes I., Upravljanje promenama, ASEE, Novi Sad, 2008
2. Cebalović M., Upravljanje odnosima s javnošću javnom preduzeću, Beograd, 2011
3. Đurić M., Public Relations: Ključ uspešnog nastupa na tržištu, Institut za tržišna istraživanja, Beograd, 1992
4. Economist - časopis
5. Filipović V., Kostić – Stanković M., Marketing menadžment, FON, Beograd, 2009
6. Jovanović M., Živlović M., Cvetkovski T., Organizaciono ponašanje, Megatrend univerzitet primenjenih nauka, Beograd, 2003
7. Jovanović P., Upravljanje investicijama, VŠPM, Beograd, 2008
8. Knežević G., Specijalni bilansi, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2010
9. Komazec S., Živković A., Ristić Ž., Bankarski menadžment finansijska tržišta i berze, Beograd, 2000
10. Kotler F., Marketing od A do Z, Adizes, Novi Sad, 2006
11. Krasulja D., Ivanišević M., Poslovne finansije, Ekonomski fakultet 1999, str 39
12. Marković A., Holistički koncept menadžment javnog preduzeća, Javno preduzeće Elektroprivreda Srbije, Beograd, 2000
13. Miljević M., Metodologija društvenih istraživanja, Univerzitet Singidunum, Pale, 2007
14. Petrović D., Mihailović D., Mihić M., Žarkić – Joksimović N., Jaško O., Filipović V., Obradović V., Menadžent, savremeni koncepti i primena, Beograd, 2011
15. Petrović Z., Finansijsko istraživanje i poslovno odlučivanje, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2011
16. Radojković M., Stojković B., Informaciono – Komunikacioni sistemi, Clio, Beograd, 2004
17. Ranković J., Upravljanje finansijama preduzeća, VI izdanje, Ekonomski fakultet Beograd, 1992, str 32 – 39
18. Šoškić D., Živković Boško., Finansijska tržišta i institucije, drugo izdanje, Beograd, 2006

19. Zečević M., Nedeljković D., Menadžersko odlučivanje, Evropski univerzitet, Beograd, 2002
20. Zvi Bodie., Alex Kane., Alan J. Marcus., Osnovi investicija, šesto izdanje, Beograd, 2009
21. Žarkić – Joksimović N., Upravljanje finansijama – osnove i principi, FON, Beograd, 2006

Internet sajтови:

Beogradska berza: <http://www.belex.rs/>

Centralni registar, depo i kliring hartija od vrednosti: <http://www.crhov.rs/>

Komisija za hartije od vrednosti: www.sec.gov.rs

Ministarstvo finansija Srbije: <http://www.mfin.gov.rs/>

[www. eps.rs](http://www.eps.rs)

www.nbs.rs

[www. finance.yahoo.com](http://www.finance.yahoo.com)

[www. banke.online.rs](http://www.banke.online.rs)

www.academac.info,

[www. wikipedia.com](http://www.wikipedia.com)

[www. mtu.gov.rs](http://www.mtu.gov.rs)

www.srbija.gov.rs

E-magazin

