



Univerzitet Singidunum

**Departman za poslediplomske studije i međunarodnu
saradnju**

MASTER RAD

**Finansijska i tržišna analiza portfolio
investiranja**

Mentor:

Prof. dr Goranka Knežević

Student:

Vladimir Jović
400505/2010

Beograd, 2012 godina

Sadržaj:

UVOD.....	1
1 Metodološki pristup	1
1.1 Predmet i polazišta istraživanja	1
1.2 Značaj i aktuelnosti istraživanja	1
1.3 Cilj istraživanja	2
1.4 Hipoteze istraživanja	2
1.5 Metode istraživanja	4
1.6 Struktura rada	4
2 Analiza finansijskih izveštaja kompanija	6
2.1 Pojam	6
2.2 Ciljevi analize finansijskih izveštaja kompanija	6
2.3 Vrste analize finansijskih izveštaja.....	7
2.3.1 Kriterijum korisnika informacija	7
2.3.2 Kriterijum predmeta analize	7
2.3.3 Kriterijum vremena posmatranja	8
2.3.4 Kriterijum instrumenata analize.....	8
2.4 Korisnici analize finansijskih izveštaja.....	9
3 Fundamentalna analiza	10
3.1 Klasična teorija o cenama akcija	11
3.2 Teorija poverenja.....	11
3.3 Racio analiza	15
3.3.1 Racio pokazatelji likvidnosti	15
3.3.2 Pokazatelji solventnosti (Dugoročne finansijske sigurnosti).....	20
3.3.3 Racia izvora finansiranja (Zaduženosti).....	20
3.3.4 Racio pokazatelji aktivnosti.....	22
3.3.5 Pokazetelji profitabilnosti.....	27
4 Strategije upravljanja portfoliom	30
4.1 Aktivna strategija upravljanja portfoliom hartija od vrednosti	33
4.1.1 Podstilovi aktivnog upravljanja portfoliom hartija od vrednosti	36
4.1.2 Prednosti i nedostaci aktivnih portfolio strategija.....	37
4.2 Pasivna strategija upravljanja portfoliom hartija od vrednosti.....	38
4.2.1 Prednosti i nedostaci pasivnih portfolio strategija	40
5 Diversifikacija i Fokusirano investiranje.....	42

5.1	Diversifikacija	42
5.2	Fokusirano investiranje	48
5.2.1	Aktivno i Indeksno upravljanje portfoliom	48
5.2.2	Fokusirano upravljanje portfoliom.....	50
5.3	Praktičan prikaz oba pristupa	51
6	AFS Ključevi investiranja (tri ključa za uspešno investiranje).....	54
6.1	Fundamentalni ključ	54
6.2	Tehnički ključ.....	54
6.3	Psihološki ključ	55
7	Komparacija rezultata finansijske analize i tržišnih cena akcija posmatranih kompanija	56
7.1	Soja protein a.d. Bečej – SJPT	56
7.2	Alfa Plam ad. Vranje – ALFA.....	59
7.3	Aerodrom Nikola Tesla ad. Beograd – AERO.....	63
7.4	Tržišni aspekt	66
	Zaključak	69
	Literatura.....	73

UVOD

1 Metodološki pristup

1.1 Predmet i polazišta istraživanja

Predmet ovog rada je analiza finansijskih izveštaja kompanija i tržišna analiza portfolio investiranja sa aspekta korišćenja dobijenih podataka za svrhu portfolio investiranja u analizirane kompanije od strane zainteresovanih investitora.

Predmet istraživanja se teorijski zasniva na relevantnoj literaturi i dokazanim teorijama iz oblasti finansijskih tržišta i finansijskih instrumenata, tržišta kapitala, berzanskog poslovanja, poslovnih finansija, analize finansijskih izveštaja, revizije i marketinga u finansijskim uslugama.

Empirijski izvori predmeta istraživanja su tržišne cene akcija na Beogradskoj berzi, finansijski izveštaji kompanija čijim se akcijama trguje na Beogradskoj berzi, njihovi prospekti, kao i analize finansijskih analitičara upućenih u berzansko trgovanje.

U okviru finansijske analize, predmet istraživanja su racio pokazatelji likvidnosti, solventnosti, zaduženosti, aktivnosti i profitabilnosti, a u okviru tržišne analize, predmet istraživanja su tržišne cene akcija, troškovi berzanskog trgovanja i poreski tretman kapitalnih ulaganja.

Upotrebom dokazanih matematičkih formula, koje čine suštinu racio pokazatelja, dobijaju se određeni odnosi jednih bilansnih pozicija kompanije prema drugim bilansnim pozicijama te kompanije. Dobijeni racio pokazatelji sumiraju ključne odnose i rezultate finansijskog i opšteg poslovanja kompanije i ukazuju na finansijske performanse analizirane kompanije i njenu atraktivnost za potencijalne portfolio investitore.

Polazeći od pretpostavke da se u sve analizirane kompanije investira približno jednaka svota novca u periodu od tri godine, pokušava se da se u radu sagleda efekat investiranja u diversifikovani portfolio koji se sastoji od petnaest akcija sa Beogradske berze i uporedi sa efektom investiranja u fokusirani portfolio od tri akcije sa iste berze i na taj način pokuša da se da empirijski odgovor o uspešnosti i eventualnim prednostima navedenih načina investiranja.

1.2 Značaj i aktuelnosti istraživanja

Značaj finansijske i tržišne analize portfolio investiranja leži u izbegavanju i umanjivanju rizika pogrešnog portfolio investiranja. One omogućavaju potencijalnim investorima da pomoću metoda fundamentalne finansijske analize naprave dobar odabir predmeta investiranja i ispravnim poslovnim-investicionim potezima naprave dobar finansijski rezultat.

S tim u vezi, sa jedne strane, posebna pažnja će biti poklonjena analizi finansijskih izveštaja kompanija, a posebno fundamentalnoj finansijskoj analizi pomoću racio pokazatelja likvidnosti, solventnosti, zaduženosti, aktivnosti i profitabilnosti. Sa druge strane, pažnja će biti poklonjena i tržišnoj analizi petnaest kompanija čijim se akcijama trguje na beogradskoj

berzi. Cilj je da pomoću rezultata tržišne i fundamentalne finansijske analize odrede kvalitetne kompanije koje imaju dobre finansijske performanse i poslovnu budućnost, što bi služilo za odabir kompanija u čije akcije treba investirati.

Značaj fundamentalne finansijske i tržišne portfolio analize se ogleda i u tome što se njihovi rezultati za različite kompanije, mogu međusobno komparirati i na osnovu toga doneti odluke o najboljem portfolio investiranju. Čak i kada se radi o analizi samo dobrih i finansijski kvalitetnih kompanija, tržišna portfolio analiza zajedno sa fundamentalnom finansijskom racio analizom omogućavaju da se izaberu najbolja rešenja među „jednakima“.

Pravilna primena fundamentalne finansijske i tržišne portfolio analize omogućavaju ostvarivanje maksimalne investicione dobiti u procesu portfolio investiranja. Bez fundamentalne finansijske analize ne bi bilo moguće sagledati pravo finansijsko stanje kompanija i njihove buduće potencijale, a bez tržišne portfolio analize ne bi bilo moguće sagledati pravi trenutak za investiranje u akcije određenih kompanija i njihove buduće potencijale, tako da ne bi bilo moguće pravilno opredeliti investiciona ulaganja portfolio investitora, niti projektovati očekivane dobiti od ovih aktivnosti.

Rezultati ovog istraživanja mogu poslužiti kao pogodna osnova za razumevanje problema u oblasti portfolio investiranja. Pored toga, ovaj rad može biti od koristi u budućim analizama.

1.3 Cilj istraživanja

Prilikom izrade ovog rada, nastojalo se da se ostvare određeni naučni i društveni ciljevi.

Naučni cilj istraživanja

Naučni cilj istraživanja je ukazivanje na važnost fundamentalne finansijske i tržišne analize, sa stanovišta donošenja investicionih odluka potencijalnih portfolio investitora. Naučni opis fundamentalne racio analize i tržišne portfolio analize, sa posebnim osvrtom na racio analizu i tržišnu analizu konkretnih kompanija koje učestvuju u domaćem berzanskom poslovanju predstavlja cilj spajanja naučnog doprinosa i prakse portfolio investiranja.

Društveni cilj istraživanja

Društveni cilj istraživanja je u nameri da se pomogne pravnim licima i ostalim učesnicima portfolio investicionih aktivnosti, u sigurnijem i efikasnijem donošenju portfolio investicionih odluka, kao i da se teorija i praksa savremenog portfolio investiranja približe potencijalnim korisnicima u Srbiji.

1.4 Hipoteze istraživanja

Generalna hipoteza ovog istraživanja glasi: “Finansijski izveštaji kompanija, njihova fundamentalna, racio analiza i tržišna portfolio analiza kompanija čijim se akcijama trguje na berzi kao i njihova interpretacija sa stanovišta potencijalnih investitora, predstavljaju značajan segment procesa donošenja odluke portfolio investitora o mogućem ulaganju, otvaranju, zatvaranju, proširenju ili sužavanju investicionog portfolia.”

Generalna hipoteza operacionalizovana je pomoću sledećih posebnih hipoteza:

- “Jedna od najznačajnijih podela racio pokazatelja za potrebe fundamentalne portfolio analize je sledeća: racio pokazatelji likvidnosti, racio pokazatelji solventnosti, racio pokazatelji zaduženosti, racio pokazatelji aktivnosti i racio pokazatelji profitabilnosti.”
- “Racio pokazatelji likvidnosti pokazuju sposobnost kompanije da plaća dospele obaveze, uz istovremeno održavanje potrebnog obima i strukture obrtnih sredstava i očuvanje dobrog poslovnog i kreditnog boniteta. Ovaj racio pokazatelj znatno utiče na određivanje cene koju su spremni da plate portfolio investitori.”
- “Racio pokazatelji solventnosti pokazuju dugoročnu finansijsku stabilnost, odnosno sigurnost kompanije. U osnovi ovog racia se nalazi zahtev da stalna imovina bude finansirana prevashodno iz sopstvenog kapitala. Ovaj racio pokazatelj bitno utiče na odluku portfolio investitora da li uopšte da ulažu u određenu investiciju ili da se iz nje povuku.”
- “Racio pokazatelji zaduženosti pokazuju odnos između pozajmljenih i sopstvenih izvora finansiranja i odnose se na pasivu bilansa stanja. Ovaj racio je važan za realnu procenu vrednosti imovine potencijalne investicije i određivanje realne cene kupovine ili prodaje hartija od vrednosti investicionog portfolia.”
- “Racio pokazatelji aktivnosti kompanije koji se nazivaju i koeficijentima obrta poslovnih sredstava, obuhvataju sve relativne odnose između prihoda i troškova, sa jedne i pojedinačnih i ukupnih ulaganja u poslovna sredstva, sa druge strane. Ovi pokazatelji nagoveštavaju zarađivačku sposobnost kompanija i na osnovu toga buduća kretanja cena njihovih akcija, što portfolio investitorima omogućava da procene isplativost kupovine ili prodaje takvih akcija pri trenutnim tržišnim cenama.”
- “Racio pokazatelji profitabilnosti služe za kontrolu jednog od ključnih parametara i ciljeva poslovanja kompanija – maksimizaciju profita u odnosu na uloženi kapital. Ovaj pokazatelj u najvećoj meri pokazuje portfolio investitorima finansijsku snagu kompanija, potencijal za isplatu dividendi i mogućnost budućih kretanja cena akcija, odnosno mogućnost kapitalnog dobitka ili kapitalnog gubitka i s tim u vezi utiče na njihovu odluku o mogućem ulaganju, otvaranju, zatvaranju, proširenju ili sužavanju investicionog portfolia.”
- Dve osnovne strategije investiranja su diversifikovano i fokusirano investiranje.
- Diversifikovanim investiranjem trenutno dominiraju dve strategije: aktivno upravljanje portfoliom i indeksno investiranje.
- Suština diversifikacije je u tome da se izaberu hartije od vrednosti koje imaju nizak koeficijent korelacije, što znači da njihova cena ne reaguje na isti način na vesti sa finansijskog tržišta, na političke promene i promene u realnom sektoru ekonomije.
- Fokusirano investiranje predstavlja antitezu široko diversifikovanom portfoliju sa velikim obimom prometa.
- Fokusirano investiranje u portfolio hartija od vrednosti malog broja kompanija znači sledeće: izabrati nekoliko kompanija za koje se veruje da imaju najveću verovatnoću da ostvare natprosečnu dobit na duži rok, investirati u njihove hartije

od vrednosti i skupiti hrabrost da se izdrže kratkoročne oscilacije na tržištu. Fokusirano investiranje počiva na teoriji verovatnoće, koja se zasniva na matematici.

U ovom radu biće izneti odgovori na pitanja:

- Šta je predmet analize različitih kompanija u čije se akcije može investirati?
- Kojim metodama se vrši fundamentalna analiza kompanija?
- Čemu služi određivanje fundamentalne tržišne vrednosti kompanija i njihove zarađivačke sposobnosti?
- Šta doprinosi ostvarivanju osnovnih ciljeva portfolio investiranja?
- Da li je pravilna tržišna portfolio analiza, preduslov za donošenje odluka potencijalnih portfolio investitora o mogućem ulaganju i ostvarivanju najveće moguće dobiti, što je cilj investiranja svakog portfolio investitora.

Na osnovu svega navedenog pristupiće se dokazivanju teze da su pravilna fundamentalna, racio finansijska analiza i tržišna portfolio analiza preduslov za donošenje odluka potencijalnih portfolio investitora o mogućem ulaganju i ostvarivanju najveće moguće dobiti, što je cilj investiranja svakog portfolio investitora.

1.5 Metode istraživanja

Primenjenje su različite metode kako bi se zadovoljili osnovni metodološki principi – objektivnost, pouzdanost, opštost i sistematičnost, i to:

1. Osnove metode – analiza, sinteza, apstrahovanje, konkretizacija, specijalizacija, generalizacija, dedukcija i indukcija;
2. Opštenaučne metode – analitičko-deduktivna, hipotetičko-deduktivna i komparativna metoda;
3. Metode i tehnike prikupljanja podataka – statističke metode, metode ispitivanja, analiza naučne dokumentacije.

1.6 Struktura rada

Rad se pored uvodnog i zaključnog dela, sasoji iz još sedam delova.

U prvom delu je iznet metodološki pristup radu, predmet istraživanja, ciljevi i zadaci istraživanja, postavljene istraživačke hipoteze, definisane metode istraživanja i opisana struktura rada.

Drugi deo rada uvodi u analizu finansijskih izveštaja kompanija kroz definisanje pojma analize, određivanje ciljeva analize, vrste analize finansijskih izveštaja i korisnika ove analize.

U trećem delu rada obrađena je fundamentalna finansijska analiza kompanija kroz analizu poslovanja i racio analizu likvidnosti, solventnosti, zaduženosti, aktivnosti i profitabilnosti odabranih kompanija sa Beogradske berze.

U četvrtom delu rada su prikazane strategije upravljanja portfoliom sa svojim podstilovima, prednostima i nedostacima.

Peti deo rada je posvećen analizi diversifikovanog i fokusiranog načina investiranja kao i praktičnom prikazu oba pristupa na primeru portfolija akcija kojima se trguje na Beogradskoj berzi.

U šestom delu su prikazana tri ključa za uspešno investiranje, koje je autor, kao svoj doprinos unapređenju praktične i teorijske misli iz ove oblasti, osmislio i nazvao AFS ključevi investiranja.

U sedmom delu rada je izvršena komparacija rezultata finansijske analize i tržišnih cena akcija posmatranih kompanija u cilju utvrđivanja međuzavisnosti rezultata fundamentalne finansijske analize i tržišnih cena akcija predmetnih kompanija.

U zaključnim razmatranjima je izveden zaključak u skladu sa prethodno navedenim hipotezama rada i analizom podataka navedenih u istraživanju.

Spisak korišćene literature je iznet na kraju ovog rada.

2 Analiza finansijskih izveštaja kompanija

2.1 Pojam

Finansijska analiza se bavi istraživanjem i kvantificiranjem funkcionalnih odnosa koji postoje između bilansnih pozicija, stanja i uspeha, sa ciljem da se omogući verodostojna ocena finansijskog položaja i aktivnosti preduzeća. Može se reći da je finansijska analiza zapravo skup, metoda, postupaka i instrumenata otkrivanja, pokazivanja i interpretacije informacija o stanju i uspehu preduzeća na osnovu njegovih finansijskih izveštaja¹.

2.2 Ciljevi analize finansijskih izveštaja kompanija

Uopšteno govoreći, cilj analize finansijskih izveštaja preduzeća jeste ocena prošlih ostvarenja preduzeća i predviđanje budućih ostvarenja u funkciji informacione podrške procesu donošenja odluka koje su u suštini finansijske odluke.

Ciljevi finansijske analize se razlikuju i prema vrsti korisnika predmetnih analiza.

Postojeće i potencijalne investitore (posednike i potencijalne kupce akcija) interesuje ukupna poslovno – finansijska sudbina preduzeća. Budući da su oni investitori riziko kapitala, odnosno da njima pripadaju sva neto uvećanja neto imovine preduzeća, kao i da oni podnose sve gubitke preduzeća u toku poslovanja i u slučaju likvidacije, oni ujedno zahtevaju i najšire i najobuhvatnija ciljeve analize finansijskih izveštaja. Njih naravno interesuje , pored trenutne i buduće finansijske sigurnosti i trenutna i buduća likvidnost, ali i profitabilnost preduzeća. Najznačajnije za akcionare jeste pre svega informacija o trenutnoj zarađivačkoj moći, kako i projekcija buduće zarađivačke moći preduzeća čije akcije poseduje, odnosno čije će akcije potencijalno kupiti.

Interesi poverilaca su različiti u odnosu na prethodno opisane zahteve akcionara. Dugoročni poverioci su kupci obveznica i davaoci dugoročnih kredita. Zajedničko za kupce obveznica i davaoce dugoročnih kredita jeste to da su njihova potraživanja dugoročno vezana u preduzeću , odnosno da su pod dugoročnom otplatom od strane preduzeća. Imajući u vidu njihov položaj, osnovi ciljevi finansijske analize koji su njima od značaja su za razliku od ciljeva akcionara najviše okrenuti pokazateljima dugoročne finansijske sigurnosti preduzeća i predviđanjima tokova sredstava.

Kratkoročni poverioci su kratkoročni kreditori preduzeća, dobavljači i drugi kratkoročni poverioci (poverioci čija su potraživanja vezana u preduzeću do godinu dana).

Cilj finansijske analize koji prevashodno njih interesuje jeste pre svega kratkoročna finansijska sigurnost preduzeća od koga potražuju. Prethodno, s toga što kratkoročni poverioci očekuju da u roku do godinu dana naplate svoja potraživanja uz pripadajuće kamate. Postoje naravno i drugi eksterni korisnici analize finansijskih izveštaja sa različitim zahtevima od analize. Sindikat, na primer, zanima dugoročna sigurnost zaposlenja radnika, dugoročno održanje , rast i razvoj preduzeća, visina zarada i sl. Vladu interesuju globalne informacije od dosadašnjem napretku preduzeća, o stanju preduzeća i bilansima na dan i sl.

¹Krasulja D., Ivanišević M., *Poslovne finansije*, Ekonomski fakultet, Beograd, 2001.

2.3 Vrste analize finansijskih izveštaja

Postoje različiti kriterijumi za razlikovanje vrsta analize finansijskih izveštaja. Glavni kriterijumi su²:

- Kriterijum korisnika informacija analize;
- Kriterijum predmeta analize;
- Kriterijum vremena posmatranja;
- Kriterijum instrumenata analize finansijskih izveštaja.

2.3.1 Kriterijum korisnika informacija

Prema kriterijumu korisnika informacija analize, treba razlikovati dve vrste analize:

- Internu analizu;
- Eksternu analizu.

Eksterna analiza je usmerena na informaciono opsluživanje eksternih korisnika finansijsko – računovodstvenih informacija o preduzeću.

Interna analiza godišnjih računa okrenuta je informisanju menadžmenta preduzeća.

2.3.2 Kriterijum predmeta analize

Prema kriterijumu predmeta analize potrebno je razlikovati:

- Analizu bilansa stanja;
- Analizu bilansa uspeha;
- Kombinovanu analizu osnovnih finansijsko – računovodstvenih izveštaja.

Analiza bilansa stanja kao izveštaja o finansijskom položaju preduzeća na određeni dan, usmerena je prevashodno na pribavljanje informacija o stanju solventnosti i likvidnosti preduzeća na određeni bilansni dan. U okviru analize bilansa stanja imamo podelu na³:

- **Vertikalna analiza bilansa stanja**, odnosno analiza strukture ulaganja na jednoj i izvora finansiranja na drugoj strani i međusobna komparacija pomenutih elemenata, usmerena je na informacije o finansijskoj sigurnosti (na primer sopstveni kapital prema dugoročnim obavezama i sl.).
- **Horizontalna analiza bilansa stanja** usmerena je pre svega na ispitivanje odnosa između ulaganja i izvora u nizu godina, na ispitivanje o pokrivenosti kratkoročnih obaveza dovoljno likvidnim sredstvima, adekvatnosti finansiranja dugoročnih ulaganja i sl.

Analiza bilansa uspeha kao izveštaja o tokovima vrednosti, prihodima, rashodima i rezultatima za obuhvaćeni period (kalendarsku godinu), bavi se učešćem troškova, odnosno karakterističnih grupa troškova u prihodu i saglasno tome analizom učešća pojedinih nivoa

²Stevanović N., Malinić D., *Upravljačko računovodstvo*, Ekonomski fakultet, Beograd, 2003.

³Ivaniš M., *Uvod u korporativne finansijske tehnike upravljanja korporativnim finansijama*, Univerzitet Singidunum, Beograd.

rezultata u prihodu. Cilj je prikupljanje podataka o rentabilitetu, odnosno zarađivačkoj moći preduzeća⁴.

Kombinovana analiza bilansa stanja i bilansa uspeha odvija se racionalnim povezivanjem podataka jednog i drugog izveštaja u cilju dobijanja relevantnijih i pouzdanijih informacija o finansijskoj stabilnosti i sigurnosti preduzeća, kao i o zarađivačkoj sposobnosti preduzeća. Kombinovana analiza obuhvata dve vrste analize⁵:

- Analiza obrta;
- Analiza rentabilnosti preduzeća.

Analiza obrta se odnosi na analizu efikasnosti upravljanja ulaganjima i izvorima finansiranja. **Analiza rentabilnosti preduzeća** jeste analiza prinosa na ukupna ulaganja i sopstveni kapital preduzeća.

2.3.3 Kriterijum vremena posmatranja

Prema kriterijumu vremena posmatranja treba razlikovati:

- Statičku analizu;
- Dinamičku analizu.

Statička analiza se bavi bilansom stanja na jedan bilansni dan i bilansom uspeha za jedan izveštaji period (najčešće za kalendarsku godinu). **Dinamička analiza** se bavi bilansima stanja i bilansima uspeha u nizu sukcesivnih perioda (recimo 3 do 5 godina kao čest period dinamičke analize)⁶.

2.3.4 Kriterijum instrumenata analize

Prema kriterijumu instrumenata analize finansijskih izveštaja potrebno je razlikovati⁷:

- Opštu analizu godišnjih računa, odnosno analizu strukture finansijskih izveštaja;
- Racio analizu finansijskih izveštaja;
- Analizu neto obrtnog kapitala;
- Analizu tokova sredstava, prevashodno analizu novčanih sredstava.

Opšta analiza finansijskih izveštaja preduzeća može da se podeli na:

- Vertikalnu analizu, odnosno analizu strukture bilansa i računa dobitka i gubitka;
- Horizontalnu analizu, odnosno analizu razvoja (trenda) pozicija bilansa i računa dobitka i gubitka;
- Grafičku analizu strukture i razvoja bilansa stanja i bilansa uspeha.

Racio analiza finansijskih izveštaja se može podeliti na:

- Racio analizu likvidnosti;

⁴Stevanović N., Malinić D., *op. cit.*

⁵Ivaniš M., *op. cit.*

⁶Stevanović N., Malinić D., *op. cit.*

⁷Isto.

- Racio analizu solventnosti;
- Racio analizu finansijske strukture;
- Racio analizu aktivnosti;
- Racio analizu profitabilnosti.

Analiza neto obrtnog kapitala predstavlja pre svega analizu pasive, tačnije fenomena pasive – neto obrtnog kapitala. Neto obrtni kapital jeste u suštini onaj deo obrtne imovine koji nije finansiran kratkoročnim izvorima finansiranja. U suštini to je razlika između ukupnih obrtnih sredstava i ukupnih kratkoročnih obaveza.

Analiza novčanih tokova veoma je bitna iz razloga što kompanija pre svega gotovinom, a ne dobitkom niti prihodom, izmiruje sve svoje obaveze.

2.4 Korisnici analize finansijskih izveštaja

Korisnici analize finansijskih izveštaja mogu se podeliti na dve šire grupacije⁸:

- Interni korisnici;
- Eksterni korisnici.

Interni korisnici mogu se podeliti na:

- Vlasnici kapitala – insajderi;
- Uprava preduzeća;
- Poslovodni organ;
- Sindikat.

Eksterni korisnici mogu se podeliti na:

- Vlasnici kapitala – autsajderi;
- Poverioci;
- Državni organi;
- Statistički zavodi;
- Privredne komore i poslovna udruženja;
- Sindikat;
- Konkurencija;
- Privredna publicistika.

⁸Ivaniš M., *op. cit.*

3 Fundamentalna analiza

Samo ime fundamentalne analize govori da se ona bavi istraživanjem određenih fundamentalnih faktora koji potiču iz političkog i ekonomskog okruženja, a koji mogu da utiču na kretanje cena akcija. Neki od tih faktora su:

- makroekonomski faktori u okruženju;
- industrijski uslovi;
- finansijski izveštaji;
- kvantitativni i kvalitativni faktori.

Makroekonomski faktori u okruženju odnose se na razmatranje ekonomskog stanja kako u svetu tako i u Srbiji, odnosno razmatranje kako makroekonomskih tako i monetarnih indikatora kao što su: kretanje GDP i industrijska proizvodnja, stopa nezaposlenosti, inflacija, profitabilnost kompanija, sektor stanovništva, potrošnja domaćinstava. Sve ove indikatore treba posmatrati povezano, kao jednu celinu. Kao drugi faktor koji može uticati na cenu akcija navode se industrijski uslovi na koje takođe utiče niz faktora kao što su: razlike u proizvodima, postojanje monopola, patent i prava koje poseduju kompanije, tehnologija, prepreke ulasku na tržište, spoljnotrgovinska politika (*Foreign Trade Policy*). Direktan uticaj razvoja industrijske grane na kretanje cena akcija na tržištu zavisi od kretanja industrijskog trenda na koji utiču:

- budući prihodi;
- veličina i udeo na tržištu;
- konkurencija;
- relativna precenjenost ili podcenjenost akcija na tržištu;
- kratkoročni pritisci tražnje na kupovinu akcija.

Nakon analize industrijske grane potrebno je proanalizirati samu kompaniju, tačnije odgovoriti na sledeće zahteve:

- čime se kompanija bavi;
- kolika je veličina kompanije;
- ciljevi kompanije;
- finansijsko zdravlje (*Financial Health*);
- konkurenti;
- ekonomski uslovi poslovanja.

Zatim se vrši analiza finansijskih izveštaja, kao i njihovo prilagođavanje potrebama dalje racio analize.

Što se tiče same fundamentalne analize, sa jedne strane imamo dve teorije koje predstavljaju osnovu ove analize, dok sa druge strane imamo niz pokazatelja u vidu matematičkih relacija. Dakle, dve nezaobilazne teorije su:

- 1) klasična teorija o cenama akcija;
- 2) teorija poverenja.

3.1 Klasična teorija o cenama akcija

Klasična teorija, koja se još naziva i fundamentalna teorija, može se iskazati na sledeći način: *najvažniji razlog za promene cena akcija je predviđanje akcionarskih prinosa*. Takođe, smatra se da prinosi čine najvažniji, ključni faktor u određivanju berzanskih cena.

Pristalice ove teorije priznaju da je cena akcija trenutna vrednost svih očekivanih dividendi. Oni su, međutim, svesni da se dividende samo mogu dobiti od profita. Promene u profitima će promeniti perspektivu dividendi i tako će opravdano uticati na cene akcija. Bilo koji nagoveštaj koji ukazuje na promenu u profitu određene kompanije, industrije ili cele ekonomije uticaće na cene akcija, koje će se obično kretati pre nego što se dogode stvarne promene u zaradama i dividendama⁹.

Dakle, cene akcija su izuzetno osetljiva kategorija, čije promene se uvek dešavaju pre nego sam događaj koji je zapravo imao uticaja na njih, što je izuzetno povoljno za one investitore koji trguju metodom „osluškivanja tržišta i sopstvene intuicije”.

3.2 Teorija poverenja

Ova teorija kretanja je manje formalna od prethodne, jer zapravo se ne smatra glavnom i ne nalazi se u sadržaju standardne berzanske literature.

Teorija poverenja (*The Confidence Theory of Stock Prices*) se može definisati na sledeći način: *osnovni faktor u kretanju cena akcija predstavlja porast ili pad poverenja između trgovaca i investitora u budućem kretanju cena akcija, zarada i dividendi*.

Na prvi pogled, ova teorija može izgledati samo kao varijacija klasične teorije – da cene zavise od profita. Zapravo, suštinska razlika između ova dva pristupa je u tome što teorija poverenja objašnjava cene akcija na osnovu marketinške psihologije više nego na osnovu statističkih podataka¹⁰.

Ova teorija se zasniva na tome da se odluke o kupovini i prodaji akcija donose na osnovu dobro razrađenih pravila i standarda, kao što je načelo, da bi akcije trebalo prodavati prema određenom odnosu (cena – zarada – profit), ili da bi akcije trebalo da donesu prihode veće od onih koje donose obveznice. Na osnovu takvih jednostavnih i proverenih principa, dobro upućeni statističar koji raspolaže pravim informacijama i stručnjaci za investicije mogli bi sa lakoćom i velikim stepenom sigurnosti da predvide zbivanja na tržištu. Dakle, kada bi fundamentalni uslovi bili povoljni, cene akcija bi se kretale naviše u skladu sa promenama zarada i dividendi. I obrnuto, ako bi uslovi bili nepovoljni, cene akcija bi se kretale naniže u skladu sa promenom profita i dividendi.

Na osnovu teorije poverenja, ukoliko veliki broj trgovaca i investitora ima pozitivan, optimističan stav u vezi sa fundamentalnim uslovima odlučiće se za kupovinu akcija. Taj optimizam može ići do tog nivoa, da odnos cena, zarada i dividendi ne bude povoljan. Opet, sa druge strane može među investitorima zavladata pesimizam i u tom slučaju će svi prodavati akcije bez obzira na povoljne fundamentalne uslove. Ukoliko taj nivo pesimizma pređe određenu granicu, oni će prodavati akcije čak i po ceni ispod realnog nivoa.

⁹ Štimac M., *Osnove berzanskog poslovanja*, Beograd, 2005., str. 206.

¹⁰ Isto, str. 207.

Dakle, prema teoriju poverenja, kupci i prodavci akcija su ekstremisti čije se raspoloženje kreće iz jedne krajnosti u drugu, što naravno često može dovesti do niza grešaka u trgovanju kojih ni sami investitori ponekad nisu svesni. Najbolje to ilustruje slika br. 1. – Ciklus emocija pri investiranju na berzi.



Slika 1: Ciklus emocija pri investiranju na berzi

Izvor: Autorizovana predavanja, prof. dr Zoran Jeremić

Postoje brojni primeri koji dokazuju uticaj i značaj teorije poverenja. Tako, 1946. Godine na berzama u SAD, iako su svi ekonomski parametri bili povoljni (rast DBP, stabilnost cena, zarade visoke, dividende u usponu) javio se talas pesimizma i sumnje. Posle svakog rata uobičajena je pojava krize, pa tako ni u ovom slučaju nije bilo izuzetaka. Akcije su se prodavale po sve nižim cenama i tržište je bankrotiralo iste godine.

Nasuprot ovom slučaju, 1985 – 1986 i 1991. Godine ekonomski uslovi su bili izuzetno nepovoljni, kamatne stope visoke (što je stimulacija za ulaganje u banke), strana konkurencija vrlo oštra, dolar isuviše jak (što dovodi do rekordno visokog trgovinskog deficita), budžetski deficit veliki, nezaposlenost na visokom nivou, velike kompanije beležile su ogromne gubitke, ali i pored svega toga cene akcija su nastavile da vrtoglavo rastu.

Ovi primeri samo potvrđuju da je izuzetno teško, a ponekad i nemoguće predvideti berzanska kretanja, a pogotovo kretanja cena akcija.

Vratimo se na početak, dakle, suština fundamentalne analize je u analizi prihoda kompanije i proceni potencijala njihovog rasta u budućnosti. Informacije koje su neophodne za fundamentalnu analizu crpe se iz finansijskih izveštaja – bilans stanja, bilans uspeha, kapitalnog bilansa i bilansa novčanih tokova. Što će reći, da se pored prihoda analiziraju i rashodi, kamate, porezi, itd. A metode koje se mogu koristiti su brojne – analiza racio brojeva, stopa prinosa, obrta, predviđanje kretanja vremenskih serija i analiza trendova, analiza P/E, EPS, stopa dividendi, racio isplate (odnos dividende i EPS) i mnogi drugi.

U daljem nastavku ove analize, obradićemo oko 15 indikatora fundamentalne analize, od kojih se većina veoma često koristi.

- **P** – cena akcije (*Price*) – Zaključenu cenu akcije prethodnog dana trgovanja, predstavlja novonastalu cenu akcije. Zavisno od berze to može biti poslednja ili prosečna cena.
- **Mcap** – tržišna kapitalizacija kompanije (*Market Capitalization*) – Računa se tako što se ukupan broj emitovanih običnih akcija pomnoži sa tržišnom cenom akcije, a predstavlja ukupnu tržišnu vrednost svih izdatih akcija kompanije, odnosno pokazuje koliko tržište vrednuje kompaniju. Ovaj pokazatelj menja se svakog dana kao i cena akcija. Ako je na primer kompanija emitovala 25.000 akcija, a trenutna tržišna vrednost jedne akcije je RSD200, onda je $Mcap = 25.000 \times 200 = 5.000.000$. Ovaj iznos se razlikuje od kapitala kompanije koji označava vrednost koju su akcionari uneli u kompaniju.

Dakle, formula za izračunavanje bi bila:

$$M_{cap} = \text{Trenutna tržišna vrednost akcije} \times \text{broj izdatih akcija}$$

- **EPS** – neto dobit, zarada po akciji (*Earnings Per Share*). EPS nam govori o tome koliko je kompanija profitabilna. Računa se kao odnos neto profita i prosečnog broja akcija. Dakle **EPS = neto profit/prosečan broj akcija..** Zarada po akciji se najčešće računa na bazi poslednja četiri kvartala pri čemu analitičari nastoje da predvide zaradu u sledećih četiri kvartala i da na bazi nje računaju EPS i PE. Na kraju, kao važna napomena, ukoliko u strukturi portfolija ima prioritetnih akcija kod obračuna EPS, treba oduzeti dividende koje su na njih plaćene.
- **BV** – knjigovodstvena vrednost preduzeća (*Book Value*) – predstavlja akcijski kapital društva, čiju vrednost uzimamo iz Bilansa stanja.
- **BVPS** – knjigovodstvena vrednost po akciji (*Book Value Per Share*) – dobija se deljenjem akcijskog kapitala sa brojem akcija.
- **P/B** – odnos tržišne cene i knjigovodstvene vrednosti akcije (*Price to Book Ratio*). Nizak P/B racio može značiti da je akcija podcenjena ili pak da nešto sa poslovanjem kompanije nije u redu (kompanija ne vredi na tržištu).
- **P/E** – (*Price to Earnings Ratio*) – računa se kao odnos tržišne cene po akciji i zarade po akciji (EPS).

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Tržišna cena po akciji}}{EPS}$$

P/E se još zove i multiplikator jer pokazuje koliko su investitori spremni da plate na jedan dinar (euro, dolar) zarade. Odnosno, u koliko je P/E racio na primer 20, znači da je investitor u akcije spreman da plati €20 za svaki €1 zarade koji kompanija ostvari.

Visok P/E znači visoku zaradu u budućnosti i može se porediti jedino u okviru iste industrijske grane ili sa istorijskim vrednostima P/E jedne iste kompanije. Dakle, može varirati od grane do grane što zavisi od ekonomskih uslova u određenom periodu. Obično se kreće u intervalu 15 – 25. One kompanije koje imaju

nadprosečno visok P/E moraju u budućnosti dostići veći rejting i uvećati zaradu ukoliko se to ne desi, može doći do pada cena akcija.

Sa druge strane postoji dilema da li je bolje da se akcije prodaju uz viši ili niži P/E. Naime, viši P/E govori investitorima o većim razvojnim mogućnostima preduzeća. Kao što je već napred navedeno, P/E se razlikuje između grana. Obično viši P/E imaju kompanije sa visokom tehnologijom. Takođe, visok P/E ne mora da znači da se radi o kvalitetnijim kompanijama. Tako da treba uzeti u obzir i druge faktore uspešnosti firme, kao što su – razvojne mogućnosti u budućnosti, analiza menadžmenta i konkurentske pozicije, finansijska analiza, itd.

Smatra se da P/E može biti visok iz sledećih razloga¹¹:

- a. Cene akcija su suviše visoke
- b. Neto dobit je suviše mala (matematički posmatrano kada bi neto dobit bila jednaka nuli, P/E bi predstavljao beskonačnu veličinu)
- c. Zato što se koristi suviše niska diskontna stopa
- d. Usled postojanja različitih računovodstvenih metoda koji utiču na visinu prihoda i neto dobiti.

Na kraju, postoje dve interpretacije ovog pokazatelja, akoja će prevagnuti zavisi od samog investitora¹²:

- 1) Su akcije koje imaju viši P/E – zato što jedna novčana jedinica dobiti više vredi („dobit je skuplja”)
 - 2) Bolje su akcije koje imaju niži P/E – zato što jedna novčana jedinica dobiti može da se kupi za nižu cenu. Racionalan investitor može rezonovati – takvu akciju treba kupovati, pošto je „jeftinija”.
- **P/S** – (*Price to Sales Ratio*) – odnos tržišne cene akcije i prihoda od prodaje.
 - **Beta koeficijent** – (β) predstavlja meru volatilnosti akcije ili celog portfolija, kao i sistematskog rizika, u poređenju sa tržištem u celini. Najčešće se računa u odnosu na berzanski indeks, a najrepresntativniji je S&P500 indeks. Ukoliko je Beta 1 onda to znači da se cena akcije kreće tačno kao i tržište. Ako je beta manja od 1 znači da će akcija biti manje volatilna nego tržište. Beta veća od 1 znači da će cena akcije biti više volatilna nego tržište.

Imajući u vidu veoma veliki broj pokazatelja koje obuhvata fundamentalna analiza to će reći da zapravo fundamentalnu analizu treba sprovoditi u smislu odabira najbolje kombinacije pokazatelja, jer samo uz najbolju kombinaciju mogu se shvatiti i predvideti kretanja i dešavanja na tržištu. Isto tako fundamentalna analiza je pogodnija za dugoročne investitore koji kupuju potencijalne akcije i čekaju da one dostignu realnu tržišnu vrednost, nego za kratkoročne investitore.

Međutim, danas, kako svet odlikuju sve modernija dešavanja, shvatanja, ubrzan razvoj savremene tehnologije, računarske tehnike, veliki broj različitih software-a za najrazličitije računске operacije, to se sve više savremeni investitori okreću od fundamntalne, koja je u biti dosta složena, zahteva ogromna znanja i veštine, kako iz sveta ekonomije tako i iz

¹¹ Erić D., *Finansijska tržišta i instrumenti*, Beograd, 2003., str. 368.

¹² Isto.

matematike, ka tehničkoj analizi koja posredstvom računara ne iziskuje mnogo ni vremena ni znanja.

3.3 Racio analiza

RACIO analiza predstavlja proizvod različitih finansijskih izveštaja, a njen značaj se ogleda prvenstveno u tome što sumira ključne odnose i rezultate koji ukazuju na finansijske performanse preduzeća¹³.

Odnos jedne bilansne pozicije prema drugoj, izražen u prostoj matematičkoj formuli predstavlja u osnovi, racio analizu.

Značaj zamene apsolutnih vrednosti racio brojevima proističe iz potrebe da se utvrde i izmere one veze između bilansnih pozicija koje osvetljavaju neki od finansijski relevantnih aspekata poslovne aktivnosti preduzeća.

Ukoliko posmatramo samo apsolutni iznos dobitka od npr. 1,0 ml. dinara , može se stvoriti iluzija sasvim zadovoljavajuće rentabilnosti. Ukoliko bismo pak prethodno pomenuti dobitak stavili u odnos sa prosečno angažovanim sredstvima od npr. 100,00 ml. dinara, stopa prinosa od 1% koja iz tog odnosa rezultira može pokazati da je periodični prirast ukupnih poslovnih sredstava apsolutno nedovoljan, pogotovo ako se uporedi sa drugim preduzećima iz iste privredne grane, ili sa raspoloživim alternativama za korišćenje istih sredstava izvan preduzeća.

Moramo napomenuti da ne postoji jedna jednobrazna podela racio brojeva, ali je jedna od rasprostranjenijih sledeća¹⁴:

- Racio pokazatelji likvidnosti;
- Racio pokazatelji solventnosti;
- Racio pokazatelji finansijske strukture;
- Racio pokazatelji aktivnosti;
- Racio pokazatelji profitabilnosti.

3.3.1 Racio pokazatelji likvidnosti

Likvidnost preduzeća jeste sposobnost preduzeća da o roku plaća svoje dospele obaveze.

Statički posmatrano likvidnost preduzeća jeste odnos likvidne imovine i kratkoročnih obaveza na bilansni dan.

Dinamički posmatrano likvidnost preduzeća se obezbeđuje stalnom usklađenošću novčanih priliva preduzeća i novčanih odliva po osnovu isplate dospelih obaveza.

Racio pokazatelji likvidnosti imaju za cilj da pokažu sposobnost preduzeća da plaća dospele obaveze , uz održavanje potrebnog obima i strukture obrtnih sredstava i očuvanje dobrog kreditnog boniteta. Najvažniji od racio brojeva koji ukazuju na stepen likvidnosti preduzeća jesu: opšti racio likvidnosti, rigorozni racio likvidnosti i neto obrtni fond.

¹³Ivaniš M., *op. cit.*

¹⁴Isto.

Racio tekuće likvidnosti (Current ratio)

Opšti racio likvidnosti dobija se podelom ukupnih obrtnih sredstava sa ukupnim kratkoročnim obavezama.

$$\text{Current ratio} = \frac{\text{Ukupna obrtna sredstva}}{\text{Ukupne kratkoročne obaveze}}^{15}$$

Pod ukupnim obrtnim sredstvima u najširem kontekstu podrazumevamo: (zalihe + potraživanja + gotovina i gotovinski ekvivalenti). Pod ukupnim kratkoročnim obavezama u najširem kontekstu podrazumevamo obaveze čiji je rok dospeća do 12 meseci, a u koje spadaju: (kratkoročne obaveze prema dobavljačima + kratkoročne obaveze prema finansijskim institucijama kao i po osnovu pozajmica od drugih poslovnih entiteta).

U bukvalnoj interpretaciji, ovaj racio bi značio sa koliko je dinara pokriven svaki dinar kratkoročnih obaveza, što se uzima kao prvi pokazatelj stepena zaštite interesa kratkoročnih poverilaca. Budući da je veoma teško pronaći neki standardan odnos između obrtnih sredstava i kratkoročnih obaveza koji bi važio pod svim okolnostima teško je i izvršiti adekvatnu interpretaciju predmetnog racia.

Trenutna, ali i buduća perspektivna sposobnost preduzeća da plaća obaveze o roku njihovog dospeća, dominantan je faktor odrednice sposobnosti preduzeća da plaća potencijalna potraživanja o rokovima njihovog dospeća¹⁶.

Odnos 2/1, je odnos koji se posmatra kao normalan i poželjan (svaki dinar kratkoročnih obaveza pokriven je sa 2 dinara obrtnih sredstava). Ipak potrebno je ovaj odnos prihvatiti sa krajnjom oprežnošću, a imajući u vidu veliki broj opštih i specifičnih faktora (vrsta i veličina preduzeća, obim poslovne aktivnosti, vremensko vezivanje obrtnih sredstava u pojedinim fazama poslovnog ciklusa, uslovi kreditiranja od strane dobavljača u odnosu na uslove kreditiranja kupaca, efikasnost naplate potraživanja, disciplina plaćanja obaveza, sl.). Kada govorimo o uslovima kreditiranja kupaca u odnosu na kreditne uslove koji se dobijaju od strane dobavljača, svakako je najbolja solucija da se kupci kreditiraju na relativno kraće rokove u odnosu na rokove kreditiranja preduzeća do strane dobavljača. Prethodno je odraz operativne likvidnosti preduzeća i činjenice da kompanija iz priliva redovne poslovne aktivnosti može da izmiruje tekuće obaveze.

Kao opravdanje prethodne teze ukazujemo na činjenicu da u situaciji kada u strukturi preduzeća prevladavaju zalihe sa relativno malim koeficijentom obrta, a kompanija ima obaveze koje dospevaju u relativno kratkom roku, opšti racio od 3/1 odražava stanje koje se opasno približava stanju nelikvidnosti. Takođe, racio koji pokazuje odnos 1/1, može biti potpuno zadovoljavajući sa stanovišta preduzeća koje najveće učešće u obrtnoj imovini ima u vidu gotovine ili gotovinskih ekvivalenata, čije obaveze dospevaju za nekoliko meseci, a redovno poslovanje mu je dovoljno sposobno da obezbedi dodatni priliv gotovine do momenta njihove dospelosti.

Preciznija interpretacija predmetnog racia, kao i tačniji uvid u kvalitet likvidnosne pozicije preduzeća, mogli bi se dobiti izračunavanjem procentualnih učešća zasebnih kategorija obrtnih sredstava u ukupnim obrtnim sredstvima. Naravno, imajući u vidu prethodno rečeno, u mnogo boljem položaju sa stanovišta likvidnosti nalaze se ona preduzeća

¹⁵ Krasulja D., Ivanišević M., op. cit.

¹⁶ Hadžić M., *Bankarstvo*, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2008.

čiji se najveći deo obrtnih sredstava nalazi u onim fazama poslovnog ciklusa koje su ujedno i najbliže stadijumu gotovine. Za kvalitet precizne interpretacije predmetnog racija definitivno bi veoma povoljan uticaj imala s jedne strane analiza obrta npr. zaliha i kupaca (vreme potrebno da se ta ulaganja konvertuju u gotovinu), a s druge strane analiza rokova dospeća kratkoročnih obaveza.

Rigorozni racio likvidnosti (Quick ratio)

Ovaj racio služi složenijem testiranju likvidnosne pozicije poduzeće, te je s toga i veoma koristan kao dopuna prethodno objašnjenog racia¹⁷.

Utvrđivanje rigoroznog racia likvidnosti pretpostavlja podelu ukupnih obrtnih sredstava na dve skupine:

- 1) gotovina i relativno likvidna sredstva (potraživanja od kupaca i kratkoročni plasmani u hartije od vrednosti, sredstva koja neposredno stoje na raspolaganju ili će biti raspoloživa u relativno kratkom roku za isplatu tekućih obaveza preduzeća)
- 2) manje likvidna sredstva (zalihe, unapred plaćeni troškovi, sredstva koja zahtevaju nešto duže vreme da bi se konvertovala u novac)

Kada prvu skupinu obrtnih sredstava stavimo u proporciju sa kratkoročnim obavezama dobijamo rigorozni racio likvidnosti.

$$\text{Quick ratio} = \frac{\text{Likvidna sredstva}}{\text{Ukupne kratkoročne obaveze}}^{18}$$

Ukoliko bi prethodno pomenuti racio pokazivao vrednost 1,3:1, to bi značilo da je svaki dinar kratkoročnih obaveza pokriven sa 1,3 dinara kratkoročne likvidne imovine.

Zalihe preduzeća izuzimamo iz kratkoročnih likvidnih sredstava, a usled vremena koje je potrebno da se roba i gotovi proizvodi realizuju, odnosno da se materijal i nedovršena proizvodnja transformišu u gotove proizvode. Takođe, moramo napomenuti da postoji stepen neizvesnosti da li će se zalihe uopšte realizovati.

Ukoliko rigorozni racio iznosi 1:1, načelno se smatra da je stanje likvidnosti preduzeća relativno zadovoljavajuće. Međutim, prethodno pomenutu proporciju ipak treba uzeti sa dozom opreza, jer potraživanja od nekih kupaca mogu biti nelikvidna (nenaplativa), a raspoloživa gotovina nedovoljna za pokriće tekućih rashoda. Ključna i kritična tačka ovog racia su svakako potraživanja od kupaca, a ona se *a priori* svrstavaju u likvidna sredstva.

Potrebno je s toga utvrditi da li ona zaista predstavljaju likvidna sredstva, a to se može utvrditi njihovom podelom prema rokovima dospeća, kao i izračunavanjem koeficijenta obrta potraživanja (koliko su puta u proseku godišnje konvertuju u gotovinu). Prethodno se vrši temeljnom analizom potraživanja od kupaca, u smislu pribavljanja finansijskih izveštaja i iznalaženja finansijskog boniteta istih, proveru istih na sajtu NBS – a u smislu eventualnih dana blokade tekućih računa, proveru kupaca u poslovnim krugovima koristeći moguće kanale komunikacije, sagledavanje nivoa obaveza kupaca i u skladu sa tim sagledavanje procentualnog učešća potraživanja preduzeća podnosioca kreditnog zahteva u tim obavezama i sl.

¹⁷KrasuljaD., Ivanišević M.,*op. cit.*

¹⁸ Ivaniš M., *op. cit.*

Predmetni racio u vreme tržišnih turbulencija (trenutna svetska ekonomska kriza) treba posebno analizirati usled permanentne nelikvidnosti velikog broja korporativnih preduzeća. Prethodno je potrebno naravno u situacijama o kojima smo govorili, kada je vrednost racia zadovoljavajuća, a u likvidnim sredstvima preovlađuju potraživanja od kupaca.

Perspektivna (buduća) likvidnost

Predmetni racio pokazuje sposobnost preduzeća da plati obaveze koje dospevaju u nekom određenom vremenskom intervalu, npr. za 45 dana ili za 80 dana.

$$\text{Koeficijent perspektivne likvidnosti} = \frac{NDML+PHU}{DODML+ODTPP}^{19}$$

(NDML – novac na dan merenja likvidnosti, PHU – potraživanja i HOV koje će se unovčiti, DODML – dospele obaveze na dan merenja likvidnosti, ODTPP – obaveze koje dospevaju tokom posmatranog perioda)

Vrednost racia 1, ukazuje na zadovoljavajući nivo likvidnost.

Vrednost racia manja od 1, ukazuje na prisutnu nelikvidnost preduzeća.

Vrednost racia veća od 1, ukazuje na prisutnu kvalitetnu poziciju likvidnosti preduzeća.

Racio perspektivne likvidnosti omogućava „dinamičko” merenje likvidnosne pozicije preduzeća i svakako je veoma bitan pokazatelj za investitora koji namerava da uđe u poslovni, odnosno vlasnički odnos sa kompanijom. Za investitora je bitna ne samo trenutna pozicija likvidnosti preduzeća, već i mnogo važnija buduća pozicija.

Optimalna likvidnost

Predstavlja merilo ili standard koliki to racio perspektivne likvidnosti treba da bude.

$$\text{Koeficijent optimalne likvidnosti} = \frac{100}{100-\%rizika UNHP}^{20}$$

(UHPN – unovčavanja potraživanja, HOV i nenovčanih sredstava)

Najsloženiji deo u prethodnoj formuli, svakako je utvrđivanje % rizika unovčavanja nenovčanih sredstava.

Praksa je pokazala da je najbolji način utvrđivanja % rizika naplate kratkoročnih potraživanja i % rizika unovčavanja HOV upravo procena putem empirijskog iskustva. U tom smislu veoma je bitno da u okviru poslovne analize, u delovima procene rizika rade pre svega iskusni radnici, u smislu da njihovo poslovno iskustvo predstavlja jedan od ključnih parametara odrednice preciznog, predmetnog pokazatelja. Održavanje permanentne likvidnosti predstavlja pre svega sposobnost da se usklade rokovi i obimi imobilisanih sredstava sa rokovima i obimima izvora plasmana, kao i da se rizik konvertovanja imobilisanih sredstava u novac svede na nulu.

NETO obrtna sredstva (NETO obrtni kapital)

Odnos između obrtnih sredstava i kratkoročnih obaveza, sadržan u opštem raciu likvidnosti, treba posmatrati i analizirati u neposrednoj uzročnoj vezi sa neto obrtnim sredstvima. *Neto obrtna sredstva predstavljaju apsolutnu razliku između obrtnih sredstava i*

¹⁹ Isto.

²⁰ Isto.

kratkoročnih obaveza, odnosno predstavljaju dugoročne izvore finansiranja obrtnih sredstava. Termin koji se takođe koristi za neto obrtna sredstva jeste i obrtni kapital²¹.

Trenutna klasifikacija Narodne Banke Srbije, u smislu utvrđivanja rejtinga privrednih subjekata kao jedan od parametara uzima i vrednosti neto obrtnog fonda (obrnog kapitala). Ukoliko je apsolutna vrednost neto obrtnog fonda (obrnog kapitala) manja od nule, onda se i privredni subjekti, a u skladu sa direktivom NBS, klasifikuju nižim rejting-om. Prethodno naravno, uslovljava i veći stepen nivoa rezervisanja koje na sebe u slučaju kreditiranja predmetnih privrednih subjekata moraju da preuzmu komercijalne Banke. Osim što predmetni pokazatelj ukazuje na nivo rezervacija poslovne Banke, bitan je i po tome što bi njegova negativna vrednost značila da kompanija mora da koristi dugoročne izvore finansiranja kako bi podmirilo kratkoročne obaveze ili da je kompanija kratkoročne pozajmice koristilo za investicije u stalnu imovinu (obrotna imovina je manja od kratkoročnih obaveza). U takvim situacijama poslovna Banka obično ne nalazi interes za finansiranjem takvog preduzeća, tačnije rizik ulaska u finansijski aranžman sa takvom kompanijom je veći. Kompanija u takvim situacijama nema ročnu usklađenost bilansnih pozicija na kratak rok. Ukoliko bi kompanija imalo dugoročni kapital manji u odnosu na dugoročnu imovinu, kompanija bi bila ročno ne-usklađena na dug rok, a po pitanju odnosa između aktive i pasive bilansa stanja. Kompanija koja ima veći stepen neto obrtni sredstava, uz istu brzinu konvertovanja zaliha i potraživanja u gotovinu, istovremeno je i kompanija sa većim stepenom likvidnosti. Neto obrtna sredstva predstavljaju pokazatelj koji određuje i perspektivnu likvidnost, s obzirom da ukazuje na sposobnost zaduživanja preduzeća na kratak rok.

Investitor, prilikom sagledavanja rizika nekog novog, potencijalnog plasmana, ima interes da sazna opšti racio likvidnosti preduzeća jer se na osnovu njega može utvrditi nivo kratkoročne finansijske sigurnosti preduzeća.

Takođe, na osnovu poznavanja neto obrtnog fonda preduzeća, može se utvrditi kolika će vrednost istog biti odobravanjem dodatnog kreditnog zaduženja, i prema tome koliko su obrtna sredstva veća ili manja od kratkoročnih obaveza. U narednoj tabeli prikazujemo efekat dodatnog duga na stanje likvidnosti:

pokazatelj	pre dodatnog duga	posle dodatnog duga
obrotna sredstva (a)	60.000.000	75.000.000
kratkoročne obaveze (b)	20.000.000	35.000.000
neto obrtna sredstva (a-b)	40.000.000	40.000.000
opšti racio likvidnosti	3,0:1	2,14:1
dugoročni izvori obrtnih sredstava (a-b): a	66,66%	53,33%

Prethodna tabela jasno prikazuje da je preuzimanjem dodatnog duga došlo do opadanja opšteg racia likvidnosti, ali i do povećanja učešća kratkoročnih izvora finansiranja u finansiranju ukupnih obrtnih sredstava, odnosno relativnog opadanja neto obrtnih sredstava. Prethodno pomenuto može da bude opasno sa stanovišta, perspektivne likvidnosti preduzeća, pogotovo ako je praćeno takvim ulaganjem dodatnih sredstava iz kredita koje usporava

²¹Krasulja D., Ivanišević M., *op. cit.*

cirkulaciju novčanih sredstava kroz poslovni ciklus. Usled toga može doći do situacije da kompanija oslabljenim novčanim prilivom nije u stanju da plati srazmerno veće kratkoročne obaveze u rokovima njihovog dospeća.

3.3.2 Pokazatelji solventnosti (Dugoročne finansijske sigurnosti)

Pod solventnošću preduzeća podrazumevamo njegovu sposobnost da o roku podmiruje troškove kamata i otplate dugoročnih obaveza prema ugovorenoj dinamici.

Brojni su i složeni činioci dugoročne finansijske sigurnosti preduzeća. To su:

- sredstva, odnosno vrednost i struktura imovine kojom kompanija raspolaže,
- struktura izvora finansiranja, ili ukupnog kapitala kompanije (vlasničkog i poverilačkog),
- rentabilnost preduzeća, odnosno njegova zarađivačka moć.

Najvažniji indikatori za analizu solventnosti su: racia pokrića imovine i racia izvora finansiranja.

Racia pokrića imovine

$$\text{Racio pokrića stalne imovine} = \frac{\text{trajni kapital}}{\text{stalna imovina}}$$

Stalna imovina – dugoročna nematerijalna ulaganja, osnovna sredstva (zemljište, građevine, oprema itd.) i dugoročni finansijski plasmani.

U osnovi ovog racia se nalazi zahtev da stalna imovina bude finansirana prevashodno iz sopstvenog kapitala.

Vrednost ovog koeficijenta oko 1 odnosno oko 100% ukazuje na povoljnu solventnost preduzeća.

$$\text{Racio pokrića zaliha NOK} - \text{om} = \frac{\text{NOK (neto obrtni kapital)}}{\text{kratkoročne obaveze}}$$

Iznos NOK treba da bude primeren potrebama dugoročnog finansiranja dela obrtnih sredstava, odnosno iznosu obrtne imovine koji ne sme biti finansiran iz kratkoročnih obaveza.

Ukoliko je racio pokrića zaliha NOK-om negativan to znači da zbir kapitala, dugoročnih rezervisanja i dugoročnih obaveza nije dovoljan za pokriće stalne imovine, odnosno da se iz kratkoročnih izvora finansira celokupna obrtna imovina i deo stalne imovine, što je znak niske solventnosti i teških finansijskih poremećaja.

3.3.3 Racia izvora finansiranja (Zaduženosti)

Kompanija ukupna poslovna sredstva može da finansira iz različitih izvora finansiranja, koja se sa stanovišta pripadnosti dele na pozajmljene i sopstvene. Odnos između pozajmljenih i sopstvenih izvora finansiranja naziva se finansijskom strukturom preduzeća ili pokazateljima izvora finansiranja, a ista je izražena u okviru pasive bilansa stanja preduzeća.

Kao ključne pokazatelje finansijske strukture preduzeća izdvajamo:

- Racio zaduženosti (*Debt/Equity*);
- Racio pokrića kamata zaradom (*Interest Coverige Ratio*).

Racio zaduženosti (Dept/Equity)

$$\text{Racio zaduženosti} = \frac{\text{Pozajmljen i izvori}}{\text{Ukupni izvori}}$$

Ukoliko bismo dobili odnos 0,35:1, to bi značilo da je svaki dinar ulaganja u poslovnu imovinu pribavljen putem dugova, kratkoročnih ili dugoročnih, u iznosu od 0,35 dinara, dok je ostatak od 0,65 dinara finansiran iz sopstvenih izvora.

Postoji naravno razlika između kratkoročnih i dugoročnih dugova. Neki kratkoročni dugovi nastaju spontano i ne izazivaju veliko finansijsko opterećenje preduzeća. Takvi dugovi primera radi su obaveze prema dobavljačima. Nasuprot njima imamo dugoročne dugove, koji predstavljaju fiksne izdatke na osnovu kamata i rata za relativno dugi vremenski period i svakako su veće finansijsko opterećenje preduzeća.

Kod donošenja odluka o investiranju svakako treba posvetiti veću pažnju odnosu između dugoročnog duga i sopstvenih sredstava. Previsok nivo pozajmljenih izvora finansiranja u ukupnim izvorima značilo bi da je kompanija već iskoristila potencijale kratkoročnog i dugoročnog zaduživanja kod poslovnih institucija, te da bi novi zahtev za eksternim finansiranjem bio neopravdan i obrnuto.

Racio pokrića kamata zaradom (Interest Coverage Ratio)

$$\text{Racio pokrića kamata zaradom} = \frac{\text{Poslovni dobitak}}{\text{Rashodi na ime kamata}}$$

Finansiranje iz dugoročnih dugova prouzrokuje permanentne izdatke na ime kamate, koji padaju na teret poslovnog dobitka, pošto su troškovi poslovanja odnosno poslovni rashodi već pokriveni. Da bi se utvrdio stepen prethodno opisanog opterećenja utvrđuje se koeficijent pokrića rashoda na ime kamate.

Ukoliko bi prethodni koeficijent iznosio 6, interpretacija istog bi išla u smeru činjenice da je svaki dinar rashoda na ime kamate pokriven sa 6 dinara poslovnog dobitka.

Investitori moraju imati u vidu da im predmetni pokazatelj daje informacije za tekuću godinu, ali da je svakako potrebno utvrditi vrednost istog za čitav period trajanja duga. Veoma je teško i reći koja je to vrednost zadovoljavajuća jer ne postoji neki standardni i opšteprihvaćeni ponder. Faktori koji imaju uticaj na interpretaciju ovog koeficijenta su svakako stabilnost poslovne aktivnosti preduzeća, reprezentativnost godina koje su uzete u obzir prilikom analiziranja, perspektiva budućeg finansijskog rezultata, sposobnost finansiranja iz novih dugoročnih dugova i sl.²²

Napominjemo da visina poslovnog dobitka zavisi pre svega od visine marže pokrića, dok visina troškova kamata zavisi od odnosa: ukupnog duga, ukupne aktive i visine kamatnih stopa. Sa stanovišta kratkoročnog kredita, pokazatelj je veoma bitan u smislu da pokazuje koliko to dobitka pre amortizacije, a nakon pokrića rashoda na ime kamate ostaje na raspolaganju preduzeću u svrhe investiranja u unapređenje poslovnog ciklusa.

²²Hadžić M., *op. cit.*

3.3.4 Racio pokazatelji aktivnosti

Kompanija ulaže u fiksna i obrtna sredstva u cilju da ih efikasno koristi, tj da se sa što manjim ulaganjima ostvari veći obim poslovne aktivnosti. Finansijski posmatrano taj obim poslovnih aktivnosti izražava se prihodima ili rashodima u periodičnom bilansu uspeha, koji odražava vrednosno količinu i asortiman realizovanih proizvoda po prodajnim cenama, odnosno nastalim troškovima. Imajući u vidu prethodno, pokazatelji aktivnosti preduzeća obuhvataju sve relativne odnose između prihoda i troškova, s jedne i pojedinačnih i ukupnih ulaganja u poslovna sredstva, sa druge strane. U stručnoj literaturi nazivaju koeficijentima obrta poslovnih sredstava. Utvrđivanje ovih koeficijenata i posebno njihova kontrola veoma su značajni u cilju adekvatnog finansijskog upravljanja, a imajući u vidu njihove implikacije na stanje likvidnosti i poboljšanja rentabilnosti poslovanja.

U nastavku navodimo podelu osnovnih racio pokazatelja aktivnosti:

- Koeficijent obrta obrtne imovine;
- Koeficijent obrta zaliha;
- Koeficijent obrta kratkoročnih potraživanja;
- Koeficijent obrta obaveza prema dobavljačima;
- Koeficijent obrta fiksnih sredstava;
- Koeficijent obrta poslovne imovine;
- Koeficijent obrta neto vlasničkog kapitala.

Koeficijent obrta obrtne imovine

Koeficijent obrta obrtne imovine dobija se na sledeći način:

$$\text{Koeficijent obrta obrtne imovine} = \frac{\text{neto prihodi od realizacije}^{23}}{\text{prosečna neto obrtna sredstva}}$$

Vrednost predmetnog racia od 3, značila bi da se dugoročno finansirana obrtna sredstva obrnu prosečno 3 puta u toku godine. To takođe znači da na svakih 3 dinara neto prihoda od realizacije kompanija angažuje prosečno 1 dinar obrtnih sredstava koja nisu finansirana iz kratkoročnih izvora.

Opasno je tvrditi da je dobro ukoliko ovaj koeficijent nekontrolisano raste. Ukoliko su obim i prihodi od prodaje veći u odnosu na neto obrtna sredstva, utoliko je verovatnija opasnost od potencijalne nelikvidnosti. Finansijska suština opasnosti leži u riziku od iznenadnog pada poslovne aktivnosti, i prihoda od realizacije na toj osnovi, usled okolnosti koje je teško predvideti, kao što su odustajanje od izvršenih porudžbina, elementarne nepogode, štrajkovi, depresivne tendencije u privredi, neočekivane akcije konkurenata i sl. U takvim slučajevima narasle tekuće obaveze sukcesivno dospevaju za plaćanje, dok se sve manji priliv gotovine ostvaruje prodajom zaliha i naplatom potraživanja. Dakle, jedan od veoma bitnih parametara za uspešnu interpretaciju predmetnog pokazatelja jeste svakako i temeljna projekcija buduće poslovne aktivnosti u smislu kvaliteta i kvantiteta preduzeća.

Sa druge strane tendencija smanjenja ovog koeficijenta može da odražava značajno viši nivo neto obrtnih sredstava u odnosu na obim aktivnosti, što po pravilu dovodi do finansiranja kratkoročnih potreba za obrtnim sredstvima iz dugoročnih izvora, bilo

²³Krasulja D., Ivanišević M., *op. cit.*

sopstvenih, bilo pozajmljenih. Iza te tendencije može da se krije i gomilanje zaliha ili potraživanja, usled lošeg kvaliteta ili usporenog obrta, koje, umesto da se likvidira i svede u normalne granice, pokušava da se pokrije dugoročnim izvorima finansiranja, što se negativno odražava na rentabilnost ukupnog poslovanja.

Koeficijent obrta zaliha

Kao opšteprihvaćeni metod za testiranje konvertibilnosti zaliha u gotovinu, služi koeficijent obrta zaliha, koji se dobija podelom cene koštanja realizovanih proizvoda sa prosečnom vrednošću zaliha u toku godine.

$$\text{Koeficijent obrta zaliha} = \frac{\text{cena koštanja realizovanih proizvoda}}{\text{prosečan saldo zaliha}}^{24}$$

Ukoliko bi vrednost ovog koeficijenta bila 5, to bi značilo da se zalihe obrnu – realizuju i reprodukuju, 5 puta prosečno godišnje. Takođe, prethodno znači i da rashodi realizovanih proizvoda u toku godine, iznose 500% u odnosu na prosečnu vrednost zaliha.

Ukoliko bismo broj dana u godini (360) podelili sa koeficijentom obrta zaliha, dobili bismo pokazatelj pod nazivom prosečno vreme trajanja jednog obrta.

$$\text{Prosečno vreme trajanja jednog obrta} = \frac{360}{\text{koeficijent obrta zaliha}}^{25}$$

Ukoliko bi vrednost prethodnog racija bila 90, značilo bi da je prosečna starost zaliha 90 dana. To je vreme koje prosečno protekne od nabavke materijala za proces proizvodnje do konačne prodaje gotovih proizvoda krajnjim kupcima. To prosečno vreme jednako je periodu potrebnom za realizaciju zaliha po završnom bilansu samo u slučaju kada je prosečan saldo zaliha u toku godine jednak konačnom stanju zaliha. Ukoliko prethodno nije slučaj, potrebno je posebno utvrditi period prodaje konačnih zaliha.

$$\text{Period prodaje zaliha} = \frac{\text{saldo zaliha po završenom bilansu}}{\text{prosečni troškovi dnevnih prodaja}}^{26}$$

Prethodni pokazatelj veoma je značajan za utvrđivanje perioda konverzije zaliha u gotovinu.

$$\text{Period konverzije zaliha u gotovinu} = \frac{\text{period prodaje zaliha}}{\text{period naplate potraživanja}}^{27}$$

Samo po sebi je razumljivo da skraćivanje i jednog i drugog perioda koji se nalaze kao faktori formule – PERIOD KONVERZIJE ZALIHA U GOTOVINU, znači i jačanje likvidnosne pozicije preduzeća, jer ubrzava cirkulaciju novca kroz poslovni ciklus. Takođe skraćivanje oba perioda znači i jačanje rentabilnosti preduzeća, budući da pretpostavlja srazmerno manje angažovanje sredstava za dati obim poslovne aktivnosti. Dakle, prethodno je veoma kvalitetan pokazatelj koji ide u pravcu realnog sagledavanja likvidnosti, ali i rentabilnosti preduzeća.

²⁴ Ivaniš M., op. cit.

²⁵ Isto.

²⁶ Isto.

²⁷ Isto.

Koeficijent obrta kratkoročnih potraživanja

Iznos kratkoročnih potraživanja zavisi od obima realizacija, politike kreditiranja kupaca, kao i od efikasnosti naplate potraživanja.

Saldo kupaca treba da bude u razumnom funkcionalnom odnosu sa prihodima koji su ostvareni prodajom na kredit. Taj odnos se utvrđuje podelom neto prihoda od realizacije iz bilansa uspeha sa uporedivom vrednošću potraživanja od kupaca. Pod tom uporedivom vrednošću potraživanja od kupaca podrazumevamo pre svega prosečan mesečni saldo kupaca u toku godine.

$$\text{Koeficijent obrta kupaca} = \frac{\text{neto prihodi od prodaje}_{28}}{\text{prosečan saldo kupaca}}$$

Ukoliko bi prethodno prikazani koeficijent iznosio 4, to bi značilo da se potraživanja od kupaca naplaćuju prosečno 4 puta godišnje, odnosno da neto prihodi od realizacije iznose 400% u odnosu na prosečan saldo potraživanja od kupaca u toku godine. Prethodno isto tako znači i da na svakih 4 dinara ostvarenih prihoda od realizacije u toku godine 1 dinar ostaje nenaplaćen u saldu potraživanja od kupaca na kraju godine.

Kada 360 (broj dana u godini) podelimo sa koeficijentom obrta kupaca dobijamo pokazatelj koji se zove prosečan period naplate potraživanja od kupaca.

$$\text{Prosečan period naplate potraživanja od kupaca} = \frac{360}{\text{koeficijent obrta kupaca}}_{29}$$

Prethodna dva pokazatelja potrebno je posmatrati u kontekstu kreditnih uslova koje kompanija uobičajeno nudi kupcima. Ukoliko ugovoreni kreditni period iznosi 30 dana, a prosečan period naplate potraživanja od kupaca 60 dana, prisutna je veoma slaba efikasnost naplate potraživanja. Napomenuto znači i povećanje prosečnog salda potraživanja od kupaca u odnosu na neto prihode od realizacije. Znači takva situacija je veoma neprihvatljiva za poslovnu Banku jer ukoliko kompanija ima neefikasnu politiku naplate sopstvenih potraživanja, velika je verovatnoća da će i politika plaćanja potencijalnih obaveza prema Banci biti neefikasna.

Kako bismo utvrdili koje je vreme potrebno da se konačan saldo kupaca konvertuje u gotovinu, potrebno je utvrditi period njihove naplate koji pokazuje prosečan iznos dnevnih prodaja u toku godine.

$$\text{Prosečan iznos dnevnih prodaja} = \frac{\text{neto prihodi od prodaje}_{30}}{360}$$

Prethodni pokazatelj nam je potreban u cilju izračunavanja perioda naplate potraživanja.

$$\text{Period naplate potraživanja} = \frac{\text{saldo kupaca krajem godine}_{31}}{\text{prosečan iznos dnevnih prodaja}}$$

Ukoliko bi period naplate potraživanja iznosio 60 dana, to bi istovremeno značilo da prosečan iznos dnevnih prodaja od 72 dana ostaje nenaplaćen u saldu potraživanja na kraju godine.

Moramo ovom prilikom napomenuti i korelaciju između koeficijenta obrta kupaca i pokazatelja perioda naplate potraživanja sa pokazateljima likvidnosti i rentabilnosti. Naime, pokazatelji o kojima smo govorili, neophodni su kao provera tekućeg i rigoroznog racia

²⁸ Isto.

²⁹ Krasulja D., Ivanišević M., *op. cit.*

³⁰ Isto.

³¹ Isto.

likvidnosti mereći pre svega brzinu konverzije potraživanja u gotovinu kojima se jedino mogu izmiriti obaveze o rokovima dospeća. Dakle, ponovo dolazimo do jedne od ključnih aktivnosti koje investitori, pogotovo u trenucima poremećaja na tržištu, koriste kod donošenja odluka o investiranju, a to je temeljna i sveobuhvatna analiza potraživanja o kupaca.

S druge strane, veoma je važna i korelacija sa pokazateljima rentabilnosti, u smislu da povećanje koeficijenta obrta kupaca i smanjenje prosečnog perioda naplate potraživanja znači i uvećanje rentabilnosti (manja ulaganja u poslovna sredstva – veći prihodi od realizacije).

Koeficijent obrta obaveza prema dobavljačima

Jedna od najvažnijih aktivnosti svakog privrednog subjekta jeste svakako nabavka materijala i usluga za proces proizvodnje. Iz tih aktivnosti proizilaze obaveze prema dobavljačima za kupovine na odloženo plaćanje. S tim u vezi veoma je važno utvrditi prosečno vreme u kome te obaveze dospevaju za naplatu u toku godine dana, a to vreme se dobija izračunavanjem koeficijenta obrta dobavljača.

$$\text{Koeficijent obrta dobavljača} = \frac{\text{vrednost godišnjih nabavki materijala i usluga na kredit}}{\text{prosečan saldo dobavljača u toku godine dana}}^{32}$$

Ukoliko bi vrednost ovog racia bila na primer 6, to bi značilo da se obaveze prema dobavljačima izmiruju u proseku 6 puta godišnje. Predmetni pokazatelj služi i za izračunavanje prosečnog vremena plaćanja ili starosti dobavljača.

$$\text{Prosečno vreme plaćanja} = \frac{360}{\text{koeficijent obrta dobavljača}}^{33}$$

Broj dana koji se dobije izračunavanjem prethodnog koeficijenta pokazuje prosečno vreme plaćanja obaveza.

Sa stanovišta investitora veoma je bitno da predmetno preduzeća ima politiku kreditiranja kupaca za prodane gotove proizvode koja blisko korespondira sa politikom kreditiranja od strane dobavljača za isporučeni materijal i usluge. Naime, kompanija jedino efikasnom naplatom sopstvenih potraživanja, može da obezbedi efikasnu isplatu dospelih obaveza prema dobavljačima.

Koeficijent obrta fiksnih sredstava

Putem ovog koeficijenta određuje se efikasnost korišćenja fiksnih sredstava. Koeficijent obrta fiksnih sredstava dobija se na sledeći način:

$$\text{Koeficijent obrta fiksnih sredstava} = \frac{\text{neto prihodi od realizacije}}{\text{nabavna vrednost fiksnih sredstava}}^{34}$$

Prezentacija predmetnog racia, u velikoj meri zavisi od prosečnog koeficijenta obrta za privrednu granu kojoj kompanija pripada i od poređenja sa istim. Mora se napomenuti da ipak u velikom broju slučajeva poređenje sa prosekom privredne grane ipak ne obezbeđuje idealnu analitičku interpretaciju predmetnog racia.

Niska vrednost predmetnog racia ukazuje na suvišno ulaganje u stalnu imovinu (značajno visok nivo proizvodnih kapaciteta u odnosu na mogućnost plasmana i realizacije proizvoda na raspoloživom tržištu).

³² Ivaniš M., *op. cit.*

³³ Isto.

³⁴ Isto.

Koeficijent obrta poslovne imovine

Ovaj koeficijent predstavlja relativni odnos neto prihoda od realizacije i prosečne knjigovodstvene vrednosti ukupnih poslovnih sredstava. Za utvrđivanje ovog koeficijenta potrebno je imati na umu da se fiksna sredstva u ukupnoj poslovnoj imovini valorizuju, po pravilu, po njihovim sadašnjim vrednostima što je motivisano uverenjem da su novčana sredstva amortizacije zadržana u poslu, odnosno re-investirana u neki od oblika poslovne imovine.

Formula za izračunavanje koeficijenta obrta ukupnih poslovnih sredstava je sledeća:

$$\text{Koeficijent obrta ukupnih poslovnih sredstava} = \frac{\text{neto prihodi od realizacije}^{35}}{\text{ukupna poslovna sredstva}}$$

Ukoliko bi vrednost predmetnog racia bila 0,8, to bi značilo da je kompanija na svaki dinar uložen u poslovna sredstva ostvarilo 0,8 dinara neto prihoda od realizacije. Naravno i ovde treba napomenuti da u praksi ne postoji neki standardan odnos između neto prihoda i ukupnih poslovnih sredstava na osnovu koga bi se moglo suditi da li je konkretna vrednost koeficijenta zadovoljavajuća ili ne. Sve zavisi od dugogodišnjeg trenda ovog koeficijenta, od njegovog poređenja sa prosekom grane i individualnim koeficijentima preduzeća u grani. Razumljivo je takođe da ovaj koeficijent u sebi sintetizuje parcijalne koeficijente obrta pojedinačnih oblika poslovne imovine, te da povećanje istog zavisi od mogućnosti povećanja tih parcijalnih koeficijenata (zalihe, potraživanja, fiksna sredstva).

Pomeranja na strani koeficijenta obrta fiksnih sredstava imaju daleko veći uticaj na koeficijent obrta ukupnih poslovnih sredstava odnosno na efikasnost korišćenja ukupnih poslovnih sredstava, u odnosu na pomeranja na strani koeficijenata obrta zaliha i potraživanja. Razlika proističe iz manje fleksibilnosti ulaganja u fiksna u odnosu na obrtna sredstva. Naplata potraživanja i konverzija zaliha obavlja se u relativno kratkom roku, dok su ulaganja u fiksna sredstva vezana za srazmerno duži period. Previsok nivo proizvodnih kapaciteta ili lošu strukturu fiksnih sredstava nemoguće je promeniti u relativno kratkom roku.

Koeficijent obrta neto vlasničkog kapitala

Koeficijent pokazuje efikasnost upravljanja sopstvenim kapitalom. Pri tome sopstveni kapital predstavljaju onaj deo vrednosti poslovne imovine koji je pribavljen ulaganjem sopstvenih izvora finansiranja. Formula za izračunavanje predmetnog koeficijenta je sledeća:

$$\text{Koeficijent obrta neto vlasničkog kapitala} = \frac{\text{neto prihodi od prodaje}^{36}}{\text{vlasnički neto kapital}}$$

Ukoliko bi vrednost neto prihoda od prodaje bila viša u odnosu na vrednost neto kapitala i ukoliko bi imala tendenciju rasta, to bi svakako bilo negativno usled činjenice da takav odnos znači da kompanija posluje intenzivno sa pozajmljenim sredstvima. Prethodno je veoma negativna okolnost sa stanovišta donošenja odluke o investiranju u datu kompaniju.

³⁵ Isto.

³⁶ Isto.

3.3.5 Pokazatelji profitabilnosti

Profitabilnost jeste u suštini načelo , ekonomsko načelo poslovanja. Radi se naime o odnosu dobiti prema angažovanim sredstvima, najšire posmatrano. Što je dobit veća u odnosu na angažovana sredstva, tj. što sa manjim angažovanim sredstvima kompanija ostvaruje veći profit, to je i profitabilnost kompanije veća.

Kao ekonomsko načelo, profitabilnost se ostvaruje u sledećim slučajevima:

- Kada se pri istim angažovanim sredstvima ostvaruje veća dobit;
- Kada se pri istom ostvarenju dobiti smanjuju angažovana sredstva;
- Kada se uvećavaju i dobit i angažovana sredstva, ali pri tome dobit raste većim intenzitetom;
- Kada se dobit i angažovana sredstva smanjuju, ali je smanjenje dobiti nižeg intenziteta u odnosu na smanjenje angažovanih sredstava;
- Kada se smanjuju angažovana sredstva, a dobit raste.

Pokazatelji profitabilnosti mogu biti:

- Parcijalni;
- Globalni (sintetički).

Parcijalni se odnose na stopu poslovnog dobitka, kao i na stopu neto dobitka, čije se utvrđivanje i analiza vrše isključivo na bazi bilansa uspeha.

Globalni se donose na stopu prinosa na ukupna poslovna sredstva, stopu neto prinosa na ukupna poslovna sredstva i stopu prinosa na sopstvena sredstva (neophodno je koristiti i bilans uspeha i bilans stanja).

Racija profitabilnosti su pogodna za kontrolu jednog od ključnih parametara i ciljeva poslovanja preduzeća – maksimalno uvećanje dobitka na dug period.

Profitne margine

Profitne margine svrstavamo u parcijalne pokazatelje profitabilnosti, kao što smo i napomenuli svrstavamo i stopu poslovnog dobitka i stopu neto dobitka.

$$\text{Stopa poslovnog dobitka} = \frac{\text{poslovni dobitak}}{\text{poslovni prihodi}} \times 100^{37}$$

Stopa poslovnog dobitka pokazuje procentualno učešće poslovnog dobitka u poslovnim prihodima. Razlika do 100% predstavlja učešće poslovnih rashoda. Maksimalno uvećanje stope poslovnog dobitka, moglo bi se ostvariti i delom smanjenjem pojedinih vrsta poslovnih rashoda.

Stopu poslovnog dobitka mogli bismo interpretirati rasponom između poslovnih prihoda i poslovnih rashoda, te bi i sam rast stope poslovnog dobitka u suštini ukazivao na rast raspona između poslovnih prihoda i poslovnih rashoda. Prethodno je svakako pozitivno sa aspekta rentabilnosti preduzeća.

Na visinu stope poslovnog dobitka uticaj imaju dva faktora:

- Margina prodaje

³⁷ Isto.

– Koeficijent obrta ukupnih poslovnih sredstava

Stopa poslovnog dobitka aspekt je analize bilansa uspeha i u toj meri na visinu iste svakako u najvećoj meri utiče i privredna delatnost kojom se kompanija bavi. Bruto margina kao razlika između prihoda od prodaje i rashoda na ime nabavke trgovačke robe ili materijala za proces proizvodnje predominantno utiče i na visinu stope. S toga kod ovog pokazatelja investitor treba da pokaže fleksibilnost i razumevanje uticaja delatnosti preduzeća na ovaj pokazatelj.

U okviru računanja profitnih margina možemo koristiti i različite odnose dobitka i prihoda preduzeća, odnosno:

$$\begin{aligned} &= \frac{\text{Neto dobitak}}{\text{Poslovni prihodi}} \times 100 \\ &= \frac{\text{Neto dobitak}}{\text{Prihodi od prodaje}} \times 100 \\ &= \frac{\text{Neto dobitak}}{\text{Ukupni prihodi}} \times 100 \end{aligned}$$

Racija povraćaja uloženog kapitala (ROA i ROE)

Dobit preduzeća predstavlja, periodični prirast ukupnih poslovnih sredstava koja su korišćena za nesmetano odvijanje redovne poslovne aktivnosti preduzeća. Stoga stopa prinosa na ukupna poslovna sredstva ili aktivu predstavlja količnik između neto dobitka i prosečne ukupne aktive preduzeća.

$$ROA (\text{Return on Assets}) = \frac{\text{neto dobit}}{\text{prosečna ukupna aktiva}}^{38}$$

Ukoliko bi stopa iznosila 10%, interpretacija iste bi bila da je kompanija na svakih 100 dinara uložених sredstava ostvarilo prirast od 10 dinara u toku posmatrane godine. O relativnom značenju prethodno opisanog prirasta možemo govoriti samo u kontekstu vremenske i prostorne analize. Vremenska analiza predstavlja pre svega komparaciju tekuće stope sa stopama prethodnih poslovnih godina, a u okviru istog preduzeća. Prostorna analiza podrazumeva komparaciju tekuće stope preduzeća sa stopama drugih preduzeća u okviru iste privredne grane, odnosno sa prosekom privredne grane kojoj kompanija i pripada. Pomoću tih analiza može se dobiti precizna mera koliko se efikasno koriste raspoloživa poslovna sredstva preduzeća.

$$ROE (\text{Return on Equity}) = \frac{\text{neto dobit}}{\text{prosečni ukupni kapital}}^{39}$$

Iznos stope od npr. 15% značio bi da preduzeća na svakih 100 dinara prosečnih ulaganja iz sopstvenih izvora, ostvaruje periodični prirast od 15 dinara.

Da li je prethodno pomenuti prirast zadovoljavajući ili ne, moguće je suditi kroz komparaciju sa sopstvenim iskustvom ili kroz komparaciju sa iskustvom drugih preduzeća koja se javljaju kao konkurenti. Takođe, moguće je raščlaniti predmetne stope na sledeći način:

³⁸ Isto.
³⁹ Isto.

Pokazatelji po zaposlenom

Kada investitor želi da analizira kvalitet i ekonomičnost upravljanja ljudskim resursima i da pri tom uključi samo finansijske pokazatelje odnosno brojeve, a isključi sve druge bitne aspekte upravljanja ljudskim resursima, na raspolaganju mu stoji nekoliko najčešće korišćenih pokazatelja:

$$\text{Produktivnost po zaposlenom} = \frac{\text{poslovni prihodi}}{\text{broj zaposlenih}},$$

$$\text{Profit po zaposlenom} = \frac{\text{poslovni dobitak}}{\text{broj zaposlenih}},$$

$$\text{Troškovi po zaposlenom} = \frac{\text{poslovni rashodi}}{\text{broj zaposlenih}},$$

$$\text{Prosečni godišnji izdatak po zaposlenom} = \frac{\text{troškovi zarada}}{\text{broj zaposlenih}}.$$

Svaki od ovih pokazatelja se može posmatrati u užem i širem smislu, odnosno u okviru celokupne kompanije ili njenih pojedinih sektora.

EBIT, EBITDA i EBITDA margina

Earnings Before Interest & Tax – EBIT je pokazatelj profitabilnosti kompanije i označava obračun profita bez kalkulisanja poreza i kamata.

$\text{EBIT} = \text{Poslovni prihodi} - \text{Poslovni rashodi}$

Ponekad se izračunava i kao neto dobit + rashodi kamata i poreza.

EBIT se često koristi za upoređivanje poslovnih mogućnosti između više kompanija ili industrija.

Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization – EBITDA

Slično kao EBIT, EBITDA obračunava zaradu kompanije ali bez uključivanja poreza, kamata, depresijacije i amortizacije u kalkulaciju zarade.

Mnogi EBITDA-u nazivaju zarada pre svih loših stvari, i ovaj pokazatelj koriste za analizu i poređenje profitabilnosti između različitih kompanija ili industrija jer isključuje efekte finansiranja i individualnih računovodstvenih odluka svake kompanije.

$\text{EBITDA} = \text{Poslovni prihodi} - \text{Poslovni rashodi} + \text{Troškovi amortizacije i rezervisanja}$

Pogrešna je pretpostavka da EBITDA predstavlja zaradu u kešu, pokazatelj je dobar za procenu profitabilnosti ali ne i novčanog toka kompanije. EBITDA izostavlja novac potreban za finansiranje obrtnog kapitala i zamene stare opreme što može predstavljati značajnu stavku. Shodno tome investitori ovaj pokazatelj uglavnom koriste da predvide „računovodstvene trikove” uglavnom u obračunu amortizacije a koji utiču na krajnji rezultat kompanije.

$$\text{EBITDA margina} = \frac{\text{EBITDA}}{\text{Prihodi od prodaje}}$$

EBITDA margina meri operativnu profitabilnost kompanije i varijabilnost prihoda od prodaje.

Margina je vrlo korisna investitoru koji upoređuje više kompanija, posebno u okviru iste industrijske grane, takođe pokazuje koliki je rast tokom vremena kompanija izkazala.

4 Strategije upravljanja portfoliom

Osnovni investicioni proizvodi, odnosno finansijski instrumenti u koje se ulaže na tržištu su: akcije, obveznice, investicioni fondovi, anuiteti, instrumenti osiguranja i penzionih fondova.

Portfolio predstavlja skup različitih hartija od vrednosti koje drže pojedinačni investitori ili društva za upravljanje. Klijenti investicionih savetnika su različiti investitori koji imaju različite potrebe u zavisnosti od toga kakav odnos imaju prema investicionom riziku kojeg preuzimaju, pa do toga koje su specijalnosti i u koju oblast žele da investiraju.

Njihov stil u investiranju je posebno važan za investicionog savetnika jer on predstavlja zadati cilj i okvir u kojem je potrebno investirati i napraviti odgovarajući investicioni portfolio.

I sami investicioni fondovi profilisani su tako da su uglavnom specijalizovani i profilisani prema određenoj vrsti klijentele.

Pri tome su **tolerancija prema riziku, diversifikacija i alokacija aktive** pojmovi koji igraju ključnu ulogu u zadovoljavanju ciljeva koje investicioni savetnik treba da postigne za klijenta.

Poseban izazov predstavlja koncipiranje adekvatnih portfolia individualnih investitora. U tom procesu mora se poći od različitih okolnosti, potreba i mogućnosti pojedinaca. Portfoliji koji se mogu smatrati adekvatnim za individualne investitore međusobno se mogu znatno razlikovati zavisno od zahtjeva koji se pred njih postavljaju, vremenskog horizonta investitora, alokacije aktive i tolerancije prema riziku kao i očekivanih novčanih prinosa od investicije.

Upravo je cilj portfolio menadžmenta da pomirenje tih varijabli obavi na način koji će maksimizirati prinose i minimizirati rizik investiranja.

Tolerancija prema riziku, zavisi pre svega od toga da li je klijent spreman da prihvati visoke rizike ulaganja u visokorizične instrumente na tržištu ukoliko preferira visoku dobit, kao što su na primer akcije manjih, novih i na tržištu nepoznatih kompanija koje potencijalno mogu doneti visoke kapitalne dobitke, ako postanu uspešne kompanije ili želi sigurnost uz manje ali stabilnije prihode, pa će onda ulagati u državne obveznice ili akcije najboljih firmi (*blue chips*).⁴⁰

Investitori moraju promišljeno upravljati rizikom u okviru svojih investicionih ciljeva i preferencija.

Da bi imali uspešan portfolio treba prevazići čitav niz prepreka, od kojih je verovatno najveća, izbor i kupovina dobitnih hartija od vrednosti.

Alokacija imovine (Asset allocation)

Alokacija imovine je način na koji se vrši diversifikacija imovine koju investitor poseduje tako da se ona drži u nekoliko oblika u cilju smanjenja rizika i obezbeđenja odgovarajućih prihoda. Osnovni oblici u kojima se drži imovina su gotov novac, akcije, obveznice, nekretnine, zlato i sl. Alokacija imovine nije izolovan izbor već sastavni deo procesa upravljanja portfoliom.

⁴⁰ Jeremić Z., *Finansijska tržišta*, Fakultet za finansijski menadžment i osiguranje, Beograd, 2006, str.157

Prvi korak u procesu upravljanja portfoliom je definisanje politike ulaganja na kojoj će se zasnivati sve buduće odluke. To znači da strategija formiranja portfolia zavisi od investitorove politike ulaganja koja podrazumeva investitorove ciljeve, ograničenja, usklađenost tolerancije rizika da te ciljeve ostvari i vremenski horizont koji stoji pred njim.⁴¹

Prihodi, trošenje, investiciono ponašanje, menjaju se sa trajanjem životnog veka investitora.

Vremenski horizont

Po pravilu, individualni investitori pred investiciju postavljaju nekoliko ciljeva:

Tekući prinos, rast prinosa, kapitalnu apresijaciju i stabilnost glavnice. Finansijski uslovi, najčešće, sprečavaju realizaciju svih ciljeva tj. preciznije, realizacija nekih ciljeva se međusobno delimično ili u celini isključuje. Stoga je vrlo važno definisati primarne i sekundarne ciljeve koji se žele postići. U tome je od posebnog značaja vremenski horizont investitora koji najviše zavisi od individualnog životnog ciklusa tj. životne faze. Ako je investitor mlad, na početku karijere, sa dosta finansijskih obaveza ali i sa dugim periodom investiranja pred njim, uglavnom se predlaže agresivna strategija investiranja koja obećava visoke prinose ali uz viši rizik. Kasnije, u srednjoj dobi, na važnosti počinje da dobija očuvanje kapitala tj. stabilnost glavnice i obaranje rizika investiranja da bi u poznoj fazi karijere i života akcenat bio na stabilnosti i veličini prinosa i niskom riziku.⁴²

Investitori sa dugim vremenskim horizontom generalno prihvataju veći rizik ulaganja kao i manju likvidnost uložених sredstava, iz razloga što im uložena sredstva obično nisu potrebna dugo godina. A veća tolerancija prema riziku je iz razloga što gubitak može biti vraćen u narednim godinama.

Investitori sa manjim vremenskim horizontom preferiraju više likvidna a manje rizična ulaganja.

Očekivana stopa prinosa i rizik

Očekivana stopa prinosa i rizik su ključne determinante na osnovu kojih se donose investicione odluke i bira odgovarajuća investiciona strategija.

Osnovne strategije upravljanja portfoliom dele se na:

- Aktivne
- Pasivne

Podela na aktivne i pasivne strategije upravljanja portfoliom hartija od vrednosti napravljena je u zavisnosti od uverenja investitora o efikasnosti tržišta kapitala. Pri tome, pod efikasnošću tržišta kapitala podrazumeva se njegova informaciona efikasnost, po kojoj se cene hartija od vrednosti vrlo brzo i precizno prilagođavaju novim informacijama.

Hipoteza efikasnog tržišta (*efficient market hypothesis*)

- Na tržištu koje uključuje mnogo dobro informisanih i obučених investitora, cena akcije će biti odgovarajuće procenjena i odražavaće sve dostupne informacije
- Efikasno tržište je likvidno, ima širinu, dubinu i elastičnost

⁴¹ Isto, str.157

⁴²Šoškić D. , *Hartije od vrednosti: upravljanje portfoliom i investicioni fondovi*, Ekonomski fakultet Beograd, 2007, str.130

- Ako je to slučaj, (ako je tržište efikasno) ni jedna analiza ni informacija ne može dovesti do toga da investitor u dugom roku konstantno ima bolje rezultate (veću zaradu) nego što je to prosečno na tržištu.

Na efikasnom tržištu brojni investitori se, uz svaku novu informaciju, zapitaju kako ona utiče na vrednost preduzeća. Ako je informacija pozitivna, akcije kupuju, ali ako je negativna, akcije prodaju. Na taj način informacije se vrlo brzo ugrađuju u cenu akcija.

Na neefikasnom tržištu svakoj informaciji treba duže vremena da se ugradi u cene akcija (moguće je da se to nikad ne desi). Ako investitori informaciju previde, ili joj ne pridaju adekvatan značaj, mogu akciju kupiti po ceni koja je niža od njihove tzv.unutrašnje (stvarne) vrednosti.

Efikasnost tržišta zavisi, pre svega, od dva faktora. Najbitniji faktor je **konkurencija među investitorima**. Ako na nekom tržištu postoji više hiljada investitora i nekoliko stotina analitičara i svaki od njih iz svog ugla posmatra događanja u kompanijama, velika je verovatnoća da će u cenu akcija biti uračunati svi budući događaji.

Svako će nastojati da prati nove informacije i da ih iskoristi kako bi brzim trgovanjem dostigao veću zaradu. Posledica takvog ponašanja će biti velika likvidnost, te brze i velike promene cena akcija prilikom objavljivanja iznenađujućih novosti.

Može se desiti da je na nekim tržištima prisutan veoma mali broj investitora i analitičara. Razlog za to može biti zato što je tržište kapitala u fazi uspostavljanja (npr.zbog tranzicije iz socijalističke privrede), zbog malih kompanija ili administrativnih prepreka zbog kojih su neki investitori (npr. strani) u težem položaju. Na takvim tržištima obično dominantnu ulogu ima samo mali broj investitora, koji određuju pravac kretanja cena akcija. U cenu akcija se uključuju samo informacije na osnovu kojih ti investitori trguju. Vrednost kompanija se može oblikovati na sasvim ne realnim osnovama, što može imati teške posledice za celu privredu.

Briga za efikasnost tržišta jeste glavni zadatak svih institucija koje učestvuju na tržištu kapitala: komisije za hartije od vrednosti, emitenata, berze i brokerskih kuća. Neefikasno tržište koristi samo uskim interesnim grupama, koje sa svojim (ne) znanjem i (ne) radom nisu sposobne delovati na konkurentnijim tržištima.

Pored konkurencije među investitorima, za efikasnost tržišta vrlo je važna i **konkurencija među emitentima (preduzećima)**. Na efikasnim tržištima ona se bore za kapital investitora, svesna su da će im taj kapital trebati kada kroz nove emisije akcija budu planirali strateški razvoj preduzeća. Preduzeća na takvim tržištima pokušavaju, pored zakonom zahtevanih objava o poslovanju, javnosti ponuditi još više drugih informacija koje mogu bitno uticati na odluke investitora u trgovanju akcijama.

Krug je time zatvoren. S jedne strane su preduzeća koja se trude da objave sve informacije o svom poslovanju, a s druge strane su investitori koji pokušavaju, na osnovu tih informacija, preko trgovanja, dostići najveće zarade. Tako se kreira efikasno tržište.

Investitor mora dobro poznavati efikasnost tržišta na kojem ulaže novac i pravilno prilagođavati svoju strategiju ulaganja. Na efikasnim tržištima zapadne evrope, SAD, i Japana trguje se sa akcijama više desetina hiljada emitenata (preduzeća, banke,...).

Kod većih preduzeća (onih iz vodećih indeksa) konkurencija investitora je veoma velika. Više od sto analitičara, iz najuglednijih banaka i brokerskih kuća, dnevno prati

poslovanje *Microsoft*, *General Motors*-a i sličnih preduzeća. Kod takvih akcija postoji veoma mala mogućnost da se otkrije podatak koji još nije uključen u cenu, tj. da se otkrije da je akcija vredna više ili manje u odnosu na tržišnu cenu.

Zbog toga se na efikasnim tržištima preporučuje ulaganje u investicioni fond. Uz rast kompletne privrede, to će doneti prosečnu zaradu, a uštediti dosta vremena i energije jer se ne traže „pobedničke akcije“, koje bi dugoročno mogle doneti samo za koji procenat veću zaradu.

S druge strane, na manje efikasnim tržištima (recimo na istočno- evropskim tržištima u razvoju) treba uraditi detaljne analize i izabrati akcije za koje se smatra da su potcenjene. Tu se obično pojavljuju teškoće prilikom prikupljanja informacija. Za takva tržišta je, naime, karakterističan manjak konkurencije, kako kod investitora, tako i kod preduzeća. Na tim tržištima, preduzeća, tržište kapitala smatraju kao nužno zlo i zato ne objavljuju puno informacija o svom poslovanju.⁴³

Tri forme efikasnosti tržišta

- Jaka forma efikasnosti (*Strong form efficiency*): cene akcija reflektuju sve informacije i niko ne može zaraditi mnogo više od drugih;
- Polujaka (*Semi-strong form efficiency*);
- Slaba forma efikasnosti (*Weak form efficiency*): implicira da tehnička analiza ne može konstantno da proizvodi prekomerni prinos, ali neke forme fundamentalne analize mogu.

Kod jake forme efikasnosti, u cenu akcija su uračunate baš sve informacije o budućem poslovanju preduzeća, i to zajedno sa onima koje još nisu javno objavljene (unutrašnje informacije). Ako je preduzeće, recimo, sklopilo novi dosta promenjen ugovor sa dobavljačem, informacija će biti uračunata u cenu akcija pre javnog otkrivanja tog podatka.

Kod polujake forme efikasnosti u cene akcija su uključene sve javno dostupne informacije- kako o poslovanju preduzeća, tako i o makroekonomskim kretanjima.

Jedina mogućnost za zaradu je pravilno procenjivanje budućeg poslovanja preduzeća.

Slaba forma efikasnosti znači da su u cene akcija ugrađene sve informacije koje nudi tržište – znači istorijske informacije o cenama akcija. Međutim, proučavanjem prethodnog kretanja cena i prometa akcija nije moguće postići natprosečne prinose.

Prilikom konstrukcije portfolia, investicioni analitičari analiziraju opšte stanje ekonomije, pojedinačnih industrijskih sektora i kompanija koje im pripadaju, procenjuju finansijski i pravni položaj pojedinačnih kompanija, njihovu poslovnu strategiju i kompetitivne prednosti, te na osnovu pomenutih analiza donose investicione odluke, odnosno odluke o uključivanju i isključivanju određenih akcija u, odnosno iz portfolia, kao i odluke o tzv. balansiranju proporcije ulaganja u svaki od elemenata portfolia.

4.1 Aktivna strategija upravljanja portfoliom hartija od vrednosti

Aktivni portfolio menadžment je tradicionalan način konstrukcije i upravljanja portfoliom hartija od vrednosti. Svi aktivni portfolio menadžeri selektivno investiraju u hartije

⁴³ Mastnak S., Lakić D., *Kako do zarade na berzi*, Pro Educa, 2008, str.113

od vrednosti na bazi određenih predviđanja budućih događaja. U tom smislu oni konstantno menjaju sastav svog portfolia u nastojanju da zadrže isključivo najperspektivnije hartije od vrednosti.

U osnovi aktivnog portfolio menadžmenta leži verovanje investitora da tržište kapitala nije u potpunosti efikasno, tj. da se cene hartija od vrednosti ne prilagođavaju brzo i precizno novim informacijama. Kao posledica toga, aktivni portfolio menadžeri pretpostavljaju da postoje akcije koje su potcenjene, akcije koje su precenjene, kao i akcije čija je vrednost tačno utvrđena. Njihov zadatak je da otkriju koje akcije pripadaju kojoj grupi i u saglasnosti s tim donesu investicione odluke. Standardna varijanta aktivnog stila upravljanja portfoliom sastoji se u korišćenju fundamentalne i tehničke analize hartija od vrednosti a posebno akcija.

Aktivni portfolio menadžment predstavlja napor portfolio menadžera da konstantnim upravljanjem obezbede bolje performanse svog portfolia u odnosu na referentni portfolio.

Referentni portfolio, u tom smislu, možemo predstaviti kao pasivni portfolio čije karakteristike (dividendni prinos, sektorska distribucija, veličina kapitalizacije itd.) odgovaraju ciljnim vrednostima prinosa i rizika portfolia.⁴⁴

Takođe, aktivni portfolio menadžment predstavlja najskuplji investicioni pristup.

Aktivne portfolio strategije su temeljene na tržišnoj ne efikasnosti i predstavljaju svojevrsno kladenje protiv nje, i mogu se svrstati u sledeće tri kategorije:

1. Fundamentalne strategije:
 - a. *Top-Down* strategija, podrazumeva alokaciju investicija između različitih vrsta hartija od vrednosti i sektora kojima pripadaju, i
 - b. *Bottom-Up* strategija, bazirana na izboru potcenjenih i precenjenih hartija od vrednosti,
2. Tehničke strategije:
 - a. Strategija suprotnih reakcija, i
 - b. Strategija cenovnog momentuma,
3. Specifične strategije, bazirane na:
 - a. specifičnim karakteristikama hartija od vrednosti,
 - b. kalendarskim efektima, i
 - c. različitim investicionim stilovima:
 - i. investiranje u vrednost, i
 - ii. investiranje u rast.

Fundamentalne strategije investiranja bazirane su na trostepenom procesu odlučivanja koji na gornjem, najvišem stepenu polazi od analize opštih uslova specifične ekonomije (nacionalne, regionalne, globalne), kao i identifikacije investiciono poželjnih hartija od vrednosti. Dalje se ovaj proces nastavlja sektorskom analizom i završava na najnižem nivou – nivou izbora pojedinačnih hartija od vrednosti.

Portfolio menadžer koji koristi top-down strategije upravljanja portfoliom počinje svoj rad sagledavanjem opšteg stanja u kome se nalazi privredni sistem i vrši predviđanje njegovog stanja u skorijoj budućnosti.

⁴⁴ Krneta S., Portfolio hartija od vrednosti i strategije upravljanja portfoliom, Beogradska berza, 2006, str.89

U sledećem koraku donosi svoje investicione odluke u zavisnosti od procenjene privlačnosti pojedinih sektora finansijskog tržišta (npr. akcije , obveznice).

Tako, on može sva svoja raspoloživa sredstva investirati isključivo u akcije ili pak u različite hartije od vrednosti istovremeno.

Ukoliko top-down menadžer odluči da sva svoja raspoloživa sredstva investira u akcije, on vrši analizu tržišta akcija s namerom da identifikuje akcije onih privrednih sektora koji će u skladu sa njegovom prognozom budućeg stanja privrednog sistema poslovati uspešno. Nakon njihovog identifikovanja, menadžer vrši izbor akcija konkretnih kompanija iz tih sektora, stvarajući na taj način portfolio akcija sa određenim karakteristikama (očekivanom stopom prinosa i rizikom).

Nasuprot *top-down* menadžeru, portfolio menadžer koji primenjuje bottom-up stil upravljanja portfoliom hartija od vrednosti, ne predaje toliko značaja cikličnim privrednim kretanjima i u centar svoje pažnje odmah stavlja individualne hartije od vrednosti.

Na taj način, koristeći se poznatim tehnikama finansijske analize (fundamentalna i tehnička analiza), menadžer nastoji pronaći one hartije od vrednosti koje poseduju željene karakteristike.

Tehničke strategije podrazumevaju tehničku analizu pojedinačnih hartija od vrednosti.

Tehnička analiza je usmerena na analizu prošlih kretanja cene te hartije, i pokušaju da se identifikovani trendovi kretanja cena, kao i njihovi oblici iskoriste za projekciju budućeg kretanja cena iste hartije, uz pretpostavku da će se jedan od sledeća dva scenarija desiti:

1. prethodni trend cene hartije će biti zamenjen suprotnim, ili će se
2. nastaviti postojeći trend.

Strategija suprotnih reakcija temelji se na stavu da je najbolje vreme za kupovinu hartija ono kada je većina investitora negativnog sentimenta (bearish) u pogledu budućeg kretanja njene cene, i obrnuto naravno.

Sledeći ovu strategiju, investitor će se na kupovinu određene hartije od vrednosti odlučiti onda kada je trend kretanja njene cene negativan, težeći da to učini po ceni što bližoj onoj najnižoj. Tehnički analitičari koji primenjuju ovu strategiju veruju da je prinos na akcije reverzibilan u odnosu na srednji očekivani prinos, te da tokom vremena ekstremni pad ili rast cene, odnosno prinosa, teži da se vrati ka nivou njegove srednje vrednosti.

Strategija cenovnog momentuma se, sa druge strane temelji na pretpostavci nastavka cenovnog trenda hartije, odnosno pretpostavci da će investiciono atraktivne hartije od vrednosti (hot securities) ostati i dalje takvima, dok će nepromenjenih percepcija investitori nastaviti da gledaju one neatraktivne.⁴⁵

Nelinearno kretanje cena hartija od vrednosti, korisnici ove strategije objašnjavaju fenomenom slabih reakcija na nove pozitivne informacije koje dolaze iz kompanije, posebno ukoliko je reč o kompaniji koja u kontinuitetu uspeva da održi visok nivo rasta prihoda i profita.⁴⁶

Specifične strategije bazirane su kako na analizi cenovnog trenda hartije, tako i na analizi ekonomskih fundamenata kompanije. Među ekonomskim fundamentima kompanije

⁴⁵ Ova strategija je opisana krilaticom: *Trend is your friend*.

⁴⁶ Krneta S., *Portfolio hartija od vrednosti i strategije upravljanja portfoliom*, Beogradska berza, 2006, str.99

izdvaja se njena prihodna sposobnost. Analizom prihoda kompanije tokom određenog vremenskog perioda generišu se signali za kupovinu, odnosno prodaju hartija, ukoliko postoji identifikovan momentum rasta prihoda, i suprotno.

Logika koja stoji iza tržišnog delovanja na osnovu analize prihoda kompanije jeste da će cena akcije kompanije pratiti smer kretanja njenih prihoda, kao krajnje mere tržišnog uspeha kompanije. Za ocenjivanje snage momentuma prihoda, investitori uglavnom porede aktuelnu kompanijinu zaradu po akciji (EPS), sa očekivanom zaradom po akciji, koja je utvrđena bilo na osnovu statističkih metoda, bilo na osnovu konsensusa predviđanja profesionalnih analitičara.⁴⁷

Uz analizu prihoda kompanije, neizostavne su i analize ostalih karakterističnih fundamentalnih pokazatelja o njenom poslovanju. Među najvažnijim specifičnim karakteristikama su veličina kompanije, odnosno njena ukupna tržišna kapitalizacija, kao i njena specifična finansijska pozicija, identifikovana putem nekoliko finansijskih racija, kao što su P/E (tržišna cena akcije u odnosu na zaradu po akciji) i P/B (tržišna cena u odnosu na knjigovodstvenu vrednost).

Tumačenja ovih pokazatelja fokusirana su na dva opšta zaključka. Prvo, kompanije niže tržišne kapitalizacije tokom vremena generišu viši prinos u odnosu na kompanije visoke tržišne kapitalizacije, i drugo, kompanije nižih P/E i P/B racija, takođe, generišu, viši prinos u odnosu na kompanije viših vrednosti ovih racija.

Brojna empirijska istraživanja perfomansi različitih aktivnih fondova potvrdila su daleko veću rizičnost ulaganja u akcije kompanija male tržišne kapitalizacije, u odnosu na ulaganja u akcije visoke tržišne kapitalizacije. Takođe, navedenim istraživanjima utvrđena je daleko veća volatilnost cena akcija nižih P/E i P/B racija, u odnosu na one akcije sa višim vrednostima ovih pokazatelja.

Posebno kada su specifične strategije u pitanju, veoma je važno izvršiti adekvatnu selekciju i odabir referentnog portfolia. Naime, referentni portfolio treba da sadrži akcije onih karakteristika ka kojima je usmerena strategija aktivnog portfolia. Drugim rečima, referentni portfolio aktivnom portfolio menadžeru koji investira u akcije kompanija male tržišne kapitalizacije i niskog P/E, svakako ne može biti indeks poput S&P 500.

4.1.1 Podstilovi aktivnog upravljanja portfoliom hartija od vrednosti

- **Menadžeri orijentisani na vrednost (*value managers*)**

Ovaj tip menadžera traži onaj tip hartija od vrednosti koje se prodaju ispod svoje prave vrednosti kako bi kreirali optimalni portfolio i na njemu ostvarili profit.

U tu svrhu služe se brojnim instrumentima finansijske analize.

Kada su u pitanju karakteristike njihovih portfolia, menadžeri orijentisani na vrednost nastoje održati niske nivoe β - koeficijenata svojih portfolia, niske nivoe odnosa cene akcije i knjigovodstvene vrednosti (P/B) i cene akcije i zarade po akciji (P/E), kao i visok nivo dividende po akciji u odnosu na njenu cenu (DIVyld).

⁴⁷ Isto, str.100

Preduzeće može postići ovakva vrednovanja, pre svega, ako su drugi investitori na njih „zaboravili“. To se može desiti ako posluje unutar industrije (branše) koja trenutno nije „vruća“, ili ako je loše poslovalo u prošlosti. Investitor može takve akcije jeftino kupiti i čekati da tržište popravi svoju „grešku“ i podigne cenu.

Pozitivna strana ulaganja u vrednost je da akcije koje odgovaraju ovoj strategiji, imaju u ceni uračunate već sve potencijalne slabe novosti. Tako, takve akcije i prilikom pada celog tržišta, ne gube mnogo na vrednosti.

Ako se, na primer, akcijama trguje na berzi uz vrednost $P/B = 0.5$, to znači da je njena tržišna cena jednaka samo polovini knjigovodstvene vrednosti. Ako preduzeće ima u svojim bilansima „čvrstu imovinu“, kao što su zgrade, novac u blagajni ili slično, preduzeće je skoro sigurno potcenjeno.

Međutim, ova strategija ima i svoje loše strane. Jedna od njih je da u portfoliju imamo akcije „zaboravljenih“, preduzeća, tako da može proći mnogo vremena dok tržište prepozna svoju „grešku“ i poveća cenu takvih akcija, a u međuvremenu se može desiti da preduzeće počne slabije poslovati.⁴⁸

– **Menadžeri orijentisani na rast (*growth managers*)**

Menadžeri orijentisani na rast traže i kupuju akcije koje zbog visokog rasta zarada imaju visok koeficijent *cena po akciji / zarada po akciji* uz očekivanje da će se rast zarada nastaviti istim ili još bržim tempom. Veoma često, oni se dele na one koji investiraju u akcije velike kapitalizacije i one koji investiraju u akcije male kapitalizacije. Njihove portfolije karakterišu visoki β - koeficijenti, visoki P/B i P/E koeficijenti i relativno niski DIV_{yld} .

Investitori u rast traže najkvalitetnije akcije koje mogu naći na nekom tržištu. Njih ne može da pokoleba ni činjenica da su takve akcije obično skupe.

Najvažnije pitanje kod ove strategije jeste: Koliko platiti za rast preduzeća?

Potpuno je jasno da preduzeće koje povećava dobit za više od 30% godišnje ne može biti jeftino. To znači da će takva akcija imati visoke pokazatelje P/B , P/E i obično ne isplaćuje dividende, odnosno isplaćene dividende su jako niske u poređenju sa tržišnom cenom.

Verovatno najpoznatiji investor u rast preduzeća je nekadašnji rukovodilac fonda Fidelity Magellan, Peter Lynch. Njegova strategija je bila kupovanje akcija preduzeća sa brzim ali zdravim (održivim) rastom dobiti i prihoda, koje je moguće kupiti po „razumnoj ceni“. Za ocenu iznosa te razumne cene koristio je tako zvani PEG- pokazatelj s kojim je poredio vrednost pokazatelja P/E sa očekivanim rastom dobiti na akciju preduzeća. Niska vrednost pokazatelja (niža od jedan) znači da je akcija jeftina, s obzirom na očekivani rast dobiti.⁴⁹

4.1.2 Prednosti i nedostaci aktivnih portfolio strategija

Postoje brojni argumenti za i protiv aktivnog portfolio menadžmenta. Tako među glavnim prednostima navode se sledeće:

⁴⁸ Mastnak S., Lakić D., op. cit., str. 127

⁴⁹ Isto, str. 129

- Ekspertska analiza – Profesionalni menadžeri donose odluke na bazi iskustva, informacija koje primaju i predviđanja glavnih tržišnih trendova.
- Mogućnost viših prinosa – U odnosu na pasivne strategije upravljanja, aktivne strategije nose mogućnost ostvarivanja većih prinosa.
- Mere zaštite – Menadžeri mogu vršiti promene u svom portfoliju ukoliko predviđaju da će tržište krenuti opadajućom putanjom.

Među glavne nedostatke aktivnog upravljanja portfoliom ubrajaju se :

- Veći troškovi – Ovde se pre svega misli na troškove koji prate ovu vrstu strategija investiranja, a koji se prvenstveno odnose na transakcione troškove i zarade portfolio menadžera.
- Rizik greške – Uvek postoji značajan rizik da portfolio menadžeri naprave grešku prilikom investiranja u određene hartije od vrednosti i na taj način smanji prinos investitorima.
- Problemi vezani za stil aktivnog upravljanja portfoliom – U svakom trenutku se može desiti da dođe do promene na tržištu kapitala koja može prouzrokovati da određeni stil upravljanja portfoliom koji je do tog trenutka bio uspešan, više to nije.
- Rizik – Neki aktivni portfolio menadžeri uspevaju da ostvare prinose na investicije koji su iznad tržišnog proseka, dok mnogi u tome ne uspevaju.⁵⁰

4.2 Pasivna strategija upravljanja portfoliom hartija od vrednosti

Investitori koji koriste pasivne strategije upravljanja portfoliom hartija od vrednosti veruju da je tržište u potpunosti efikasno. Postoje dve osnovne vrste pasivnih strategija:

- Kupi i drži (*buy-and-hold*)
- Indeksacija (*indexing*)

Buy-and-hold strategija je prilično jednostavna. Naime, ukoliko investitor izabere ovu strategiju vođenja svog portfolia, on će kupiti akcije na bazi određenih kriterijuma i držati tako kreiran portfolio u neizmenjenom obliku tokom određenog vremenskog perioda. Dakle, u ovom slučaju nema aktivne kupovine ili prodaje akcija iz portfolia nakon njegovog kreiranja, ili ukoliko je ima, ona je znatno manje zastupljena u odnosu na aktivnu strategiju.

Drugi pasivni pristup, koji je ujedno i najrasprostranjeniji je indeksacija. Prilikom primene ovog pristupa portfolio menadžer ne traži akcije koje su potcenjene ili precenjene, niti pokušava da predvidi opšta kretanja na tržištu hartija od vrednosti, kako bi svoj portfolio konstruisao na bazi tih predviđanja. Umesto toga, on kreira portfolio tako da portfolio reflektuje određeni tržišni indeks, odnosno on investira u iste akcije koje su sadržane u određenom tržišnom indeksu, kao što je S&P 500, i to tako da je učešće akcija u njegovom portfoliju identično njihovom učešću u tržišnom indeksu.

Iako je indeksacija forma pasivnog upravljanja portfoliom hartija od vrednosti, postoje brojna pitanja na koja portfolio menadžer mora da da odgovor prilikom konstrukcije portfolia.

⁵⁰ www.finansije.net

On mora izvršiti izbor indeksa koji treba uzeti kao reper u konstruisanju portfolia, doneti odluku o preciznosti u preslikavanju tržišnog indeksa, zatim o nivou transakcionih troškova i sl.

Indeksacija se može podeliti na dva osnovna dela:

1. Izbor berzanskog indeksa koji će biti upotrijebljen kao reper u konstruisanju portfolia. U zavisnosti od ponderacione šeme korišćene za njihovu konstrukciju, tržišne indekse možemo podeliti na:

- **Cenovno ponderisane serije berzanskih indikatora**

Cenovno ponderisana serija je aritmetički prosek tekućih cena, koji znači da su, u stvari, kretanja u ovim serijama uzrokovana kretanjima cena različitih hartija od vrednosti koje ga čine.

- **Vrednosno ponderisane serije berzanskih indikatora**

Vrednosno ponderisani indeksi dobijaju se na osnovu inicijalne ukupne tržišne vrednosti⁵¹ svih akcija u uzorku. Ova cifra se obično utvrđuje kao baza i dodeljuje joj se indeksna vrijednost od 100. Zatim se izračunava nova tržišna vrednost za sve hartije od vrednosti u indeksu, a tekuća tržišna cena se upoređuje sa inicijalnom „baznom“ vrednošću, da bi se odredila promena.

- **Jednako ponderisane serije berzanskih indikatora**

U jednako ponderisanom indeksu sve akcije nose jednaki ponder, bez obzira na cenu ili njihovu vrednost.

U slučaju vrednosno ponderisanih serija berzanskih indikatora kompanije sa najvećom tržišnom kapitalizacijom imaju najveći uticaj na kretanje indeksa.

U slučaju cenovno ponderisanih serija berzanskih indikatora najveći uticaj imaju akcije koje su najskuplje, dok u slučaju jednako ponderisanih serija berzanskih indikatora najveći uticaj imaju akcije koje su najjeftinije.

2. Konstrukcija portfolia na bazi prethodno odabranog indeksa:

Jednom kada je odabran indeks koji će biti korišćen kao reper, sledi konstrukcija portfolia. U ovoj fazi cilj je da se minimizira razlika između perfomansi konstruisanog portfolia i tržišnog indeksa koji će se koristiti kao reper. Razlika između konstruisanog portfolia i izabranog tržišnog indeksa naziva se greška sleda tržišnog indeksa. Ona može imati pozitivnu ili negativnu vrednost. Pozitivna greška sleda postoji kada konstruisani portfolio svojim perfomansama nadmaši tržišni indeks, i obratno, ukoliko su perfomanse konstruisanog portfolia ispod perfomansi odabranog tržišnog indeksa, greška sleda je negativna. Sa problemom greške sleda tržišnog indeksa povezano je i pitanje visine transakcionih troškova. Dakle, jedan od glavnih načina konstruisanja portfolia koji verno odslikava odabrani tržišni indeks jeste kupovina svih hartija od vrednosti koje ulaze u sastav tog indeksa, u skladu sa njihovim ponderima koji su korišćeni prilikom njegove konstrukcije.⁵²

Tri **osnovne tehnike** se koriste prilikom konstrukcije pasivnih, indeksiranih portfolia:

⁵¹ Tržišna vrednost = broj akcija x tekuća tržišna cena

⁵² www.finansije.net

1. potpuna replikacija,
2. uzorkovanje, i
3. kvadratna optimizacija ili programiranje.

U nazivu **potpuna replikacija** krije se i celo objašnjenje tehnike. Proporcija investiranja u svaku pojedinu akciju jednaka je ponderu učešća te akcije u ciljnom indeksu.

Ova tehnika nesumnjivo se nameće kao logična operacionalizacija cilja bliskog „praćenja“ performansi ciljnog indeksa.

Međutim, ova tehnika odlikuje se dvema ozbiljnim i skupim manama.

Prvo, indeksi su uglavnom konstruisani od značajnog broja različitih akcija, te inicijalna kupovina svake od njih utiče na uvećanje transakcionih troškova, za šta se u konačnom ishodu umanjuje efektivni prinos portfolia. Drugo, reinvestiranje naplaćenih dividendi takođe utiče na uvećanje transakcionih troškova, s obzirom na to da mnoge kompanije iz indeksa, dividende isplaćuju u različito vreme, uključujući i one kompanije čije su isplaćene dividende srazmerno simbolične.

Primjenjujući **tehniku uzorkovanja** portfolio menadžeri se opredeljuju za kupovinu reprezentativnog uzorka akcija sadržanih u ciljnom portfoliu. Akcije kompanija sa većom tržišnim kapitalizacijom uvrstavaju se u proporciji koja obezbjeđuje zadržavanje njihovog međusobnog odnosa ekvivaletnog odnosu njihovih izvornih pondera u indeksu.

Akcije kompanija manje kapitalizacije uvrstavaju se, najčešće u ulozi korektivnog faktora, i to tako da njihovim pravilnim izborom uzorkovani indeksirani portfolio zadrži karakteristike ciljnog indeksa, odnosno betu, sektorsku distribuciju ...

Na ovaj način u indeksirani portfolio uključuje se značajno mali broj akcija od broja akcija uključenih u ciljni indeks, obezbjeđujući otvaranje manjeg broja većih „pozicija“ na pojedinačnim akcijama, a što nadalje vodi ka redukciji transakcionih troškova.

Nadalje, mana tehnike potpune replikacije, ovom tehnikom je pretvorena u prednost. Naime, manji broj različitih akcija u portfoliu redukuje problem balansiranja portfolia usled reinvestiranja naplaćenih dividendi.

Treća najčešće korištena tehnika za konstrukciju pasivnog portfolia, naziva se **kvadratna optimizacija**, odnosno programiranje. U nameri da se izoluju mane prethodne dve tehnike, ova tehnika se bazira na analizi istorijskih podataka o kretanju cena i međusobnoj korelaciji kretanja cena akcija uključenih u ciljni indeks, s ciljem da se uz softversku podršku identifikuje kompozicija portfolia koja će minimizirati tzv. grešku praćenja (tracking error). Osnovni nedostatak ove tehnike je njena zasnovanost na istorijskim podacima, što predstavlja i njeno najveće ograničenje.⁵³

4.2.1 Prednosti i nedostaci pasivnih portfolio strategija

Najznačajnije prednosti pasivnog upravljanja portfoliom hartija od vrednosti su:

- Niski troškovi. Za razliku od aktivne strategije manji su transakcioni troškovi kao i troškovi zarada portfolio menadžera.

⁵³ Krneta S., Portfolio hartija od vrednosti i strategije upravljanja portfoliom, Beogradska berza, 2006, str.91

- Nema potrebe za čestim intervencijama menadžera. U slučaju pasivnog upravljanja portfoliom manji je broj izvršenih transakcija na tržištu. Zbog toga je lakše održavati pasivne portfolije.
- Performanse . Istorijski posmatrano,u većini slučajeva pasivno vođeni portfoliji pružaju bolje performanse od aktivnih.
- Pouzdanost. Pouzdaniji i manje rizičan način upravljanja jednim portfoliom hartija od vrednosti.

Osnovni nedostaci pasivnog upravljanja hartija od vrednosti su:

- Performanse portfolia diktirane tržišnim indeksom. Investitor mora biti zadovoljan prosečnim tržišnim prinosom, jer to je maksimum koji se ovim putem može ostvariti.
- Smanjena mogućnost reakcije.Menadžerimakoji pasivno upravljaju portfoliom hartija od vrednosti je obično zabranjeno da reaguju na bazi njihovih očekivanja u pogledu budućih kretanja na tržištu hartija od vrednosti.
- Problem malih kompanija. Pasivne strategije funkcionišu kada su u pitanju akcije većih kompanija sa kojima se aktivno trguje na tržištu hartija od vrednosti. Međutim, kada su u pitanju manje kompanije ove strategije se nisu pokazale efikasnim.
- Problem opadajućeg tržišta. Za razliku od situacije kada cene akcija na tržištu rastu, u slučaju kada dođe do opšteg pada cena na tržištu hartija od vrednosti, pasivne strategije ne daju zadovoljavajuće rezultate.⁵⁴

Tabela 1: Komparativna analiza aktivnih i pasivnih portfolio strategija

	AKTIVNE	PASIVNE
EFIKASNOST TRŽIŠTA	Niska	Visoka
ZADATAK MENADŽERA	Naći potcenjene HOV	Naći reporni indeks
STRUKTURA PORTFOLIA	Najperspektivnije HOV	Isto kao u indeksu
REVIZIJA PORTFOLIA	Stalno	Retko
TROŠKOVI UPRAVLJANJA	Visoki	Niski

⁵⁴ www.finansije.net

5 Diversifikacija i Fokusirano investiranje

5.1 Diversifikacija

Kao što je već rečeno, portfolio predstavlja kombinaciju različitih hartija od vrednosti. Osnovni razlog za formiranje portfolia jeste **diversifikacija** rizika investitora.

Udeo različitih hartija u portfoliu treba biti koncipiran da donosi najviši prinos uz najmanji nivo rizika. Cilj svakog investitora nije maksimiziranje prinosa jedne hartije već maksimiziranje prinosa na ukupan portfolio koji drže.

Da bi se prinos maksimizirao, a rizik u isto vreme sveo na prihvatljivu meru potrebno je izvršiti efikasnu diversifikaciju. Suština diversifikacije je u tome da se izaberu hartije koje imaju nizak koeficijent korelacije, što znači da njihova cena ne reaguje na isti način na vesti sa finansijskog tržišta, na političke promene i promene u realnom sektoru ekonomije.

Investitori pokušavaju da pronađu potcenjene hartije u tržišnim segmentima gde osnovni tržišni mehanizam nije stigao da odradi svoje i cenu dovede na realni nivo.

To predstavlja i jedan od osnovnih principa investiranja i upravljanja portfoliom hartija od vrednosti – što jeftinije kupiti dobre hartije koje će u budućem periodu doneti odgovarajući prinos, a onda ih što skuplje prodati. Ali to ne znači da će investitor ako pronađe takvu hartiju sigurno zaraditi! Ali ako svoj kapital plasira u veći broj takvih hartija, na pojedinim će izgubiti, ali će ukupan prinos takvog portfolia najverovatnije biti pozitivan.

Diversifikacija pruža zaštitu od:

- Cikličnih kretanja poslovanja
- Dugoročnih kretanja u industriji
- Gubitaka položaja pojedinih kompanija

Diversifikacija se sprovodi na različite načine:

- Kupovina emisija u različitim industrijskim granama
- Kupovina emisija u različitim kompanijama
- Širenje ulaganja u većoj geografskoj oblasti
- Uravnoteženje portfolia između defanzivnih (piće, hrana, duvan...) i ofanzivnih HOV –a

Sa **diversifikacijom** se može i preterati jer ona ima i ograničenja:

- Rastu upravljački problemi
- Više vremena se troši na ispitivanja i analize
- Povećavaju se troškovi kupovine i prodaje
- Smanjuje se mogućnost za dobijanje natprosečnog profita

Razumna diversifikacija predstavlja solidan način zaštite ulaganja i relativno pouzdan pristup u smanjivanju ili eliminisanju većine rizika koji se javljaju prilikom ulaganja u hartije od vrednosti.

Cilj diversifikacije jeste smanjenje ukupnog rizika investiranja. Ukupni rizik portfolia sastoji se iz dve komponente:

- Sistematski (tržišni) rizik
- Nesistematski (specifični) rizik

Nesistematski ili specifični rizik predstavlja onaj deo ukupnog rizika koji se može smanjiti prostom diversifikacijom portfolia tj. investiranjem u veći broj različitih hartija od vrednosti. Nesistematski rizik je posledica činilaca koji utiču na cenu akcija određene kompanije. Kao primer može se koristiti poslovanje kompanije koje u ukupnim troškovima ima veliko učešće troškova el.energije. Rast cena el. energije utiče na rast troškova kompanije, zbog čega dolazi do pada dobiti, što se na kraju i reflektuje na cenu akcija te kompanije.

Uključivanjem većeg broja akcija u portfolio, smanjuje se njegova specifična nepredvidivost. Ako bi pored akcija kompanije čiji profit značajno zavisi od cene el.energije, bile kupljene i akcije hidroelektrane, iz portfolia bi se uklonio rizik zbog kretanja cena električne energije. Znači, nesistematski rizik je specifičan za konkretne firme, industrijske sektore, ili regionalne oblasti. S toga formiranjem dobro izabranog portfolia ovaj rizik se može skoro u potpunosti izbeći.

Sistematski ili tržišni rizik predstavlja onaj deo ukupnog rizika koji se ne može izbeći diversifikacijom. Tržišni rizik je posledica činilaca koji imaju jednak uticaj na cene svih akcija na tržištu. Na primer, dizanje kamatnih stopa banke snižava cenu akcija svih kompanija na tržištu. Mogu se kupiti i sve akcije na tržištu, ali time se neće ukloniti nepredvidivost iz svog portfolia. Izvori tržišnog rizika su promene u ekonomskom, političkom, i društvenom okruženju.

Snižavanje rizika portfolia hartija od vrednosti se, zapravo dobija investiranjem u pažljivo analizirane i izabrane hartije čija su cenovna kretanja u povoljnom međusobnom odnosu, tj. sa međusobno niskim nivoom koeficijenta korelacije.

Nije jednostavno uvek naći akcije sa međusobno niskim koeficijentima korelacije. Drugi, jednostavniji način, tj. način od koga se počelo u težnjama da se smanji ukupni rizik portfolia, je povećanje broja akcija u njemu tj. uvećavanje njegove diversifikacije. Taj tradicionalni pristup diversifikaciji, poznatiji kao prosta diversifikacija, podrazumeva upravo investiranje u veći broj različitih hartija od vrednosti. Rukovodeći se ovim pristupom, na prvi pogled, može izgledati da bi investicija u npr. stotinu različitih hartija od vrednosti imala četiri puta niži rizik od investicije u dvadeset i pet takvih hartija.

Međutim šta se dešava ako se investira u veći broj akcija?

Dakle, jednostavno uvećavanje broja hartija od vrednosti, tj. diversifikacija portfolia utiče na smanjenje njegovog rizika, ali je važno uočiti da doprinos dodatnih hartija od vrednosti smanjenju rizika portfolia opada sa porastom broja hartija od vrednosti u portfoliu. Svako dodatno diversifikovanje je prekomerno i utiče na povećavanje troškova analize hartija od vrednosti, povećanje transakcionih troškova, težih uočavanja dobrih investicionih mogućnosti te, u celini, onemogućavanje efikasnog portfolio menadžmenta.

Bitno je uočiti da postoji granica smanjenju rizika kroz diversifikaciju portfolia pozitivno koreliranih hartija od vrednosti.

Koja je to granica?

Ako bi se odlučilo da se po slučajnom izboru formira veći broj portfolia sa različitim brojem hartija od vrednosti u njihovom sastavu, uvidelo bi se da sa porastom broja hartija od

vrednosti u njihovom sastavu standardna devijacija tj. rizik portfolia opada i približava se riziku tržišta ali se ni portfolio sa najvećim brojem hartija od vrednosti u svom sastavu ne bi po riziku spustio ispod nivoa tržišnog rizika. Drugim rečima, granica smanjenju rizika kroz diversifikaciju portfolia je nivo tržišnog rizika. Dakle, diversifikacijom se može eliminisati deo sistematskog rizika, ali rizik tržišta u celini ostaje.

Neki investicioni analitičari su smatrali da bi ulaganje u različite privredne segmente moglo da doprinese dodatnom smanjivanju rizika portfolia, rukovodeći se pri tom jednostavnom logikom da je uložiti npr. u tri akcije iz različitih privrednih oblasti (npr. energetika, tekstilna industrija, poljoprivreda) manje rizično nego uložiti u isti broj akcija iz jedne privredne oblasti (npr. energetika).

Dalje izveden, ovaj pristup navodi na zaključak da je najbolje da investitor poseduje veliki broj hartija od vrednosti iz velikog broja ili, još bolje, iz svih privrednih oblasti. Međutim, istraživanja su pokazala da ova diversifikacija, po pitanju rizika i prinosa portfolia hartija od vrednosti, ne donosi boljitak u odnosu na prostu diversifikaciju.

Privredne oblasti su tesno vezane za kretanje tržišta u celini i stoga su međusobno visoko korelirane. To je jasno vidljivo iz kretanja berzanskih indeksa za pojedine privredne oblasti i tržište u celini, kakve pravi npr. *Standard & Poor*. Dakle, diversifikacija kroz različite privredne oblasti nije bolja od proste diversifikacije, a sistematski tj. tržišni rizik koji se ne može eliminisati prostom diversifikacijom, ne može se izbeći ni prostim izborom hartija od vrednosti iz različitih privrednih oblasti.⁵⁵

Sledi da se prinosi izrazito diversifikovanih portfolia, bez obzira da li su sa naglašenom diversifikacijom kroz različite privredne oblasti ili ne, kreću naviše ili naniže sa tržištem u celini tj. da je njihov β koeficijent jednak ili približno 1 (jer je β tržišnog portfolia jednak jedinici), a odatle i da je među njima samima visok nivo pozitivne korelativne veze (ρ je blizu 1).

Posebno je pitanje kako dodavanje pojedinih hartija od vrednosti diversifikovanom portfoliu utiče na njegov rizik. Koeficijent β objašnjava za koliko će se promeniti stopa prinosa posmatrane akcije ako se stopa prinosa tržišnog portfolia promeni za 1, sledi da će pojedina hartija od vrednosti doprinjeti ukupnom riziku diversifikovanog portfolia zavisno od vrednosti njenog β koeficijenta. Pošto je i za tržište (tržišni portfolio) i za dobro diversifikovani portfolio $\beta = 1$, ako akcija ima $\beta > 1$ ona će uvećavati rizik portfolia, ako ima $\beta < 1$ ona će umanjivati rizik portfolia.

Dakle, β je vrlo praktičan pokazatelj nivoa rizika hartija od vrednosti i predstavlja bitan podatak u procesu kreiranja i diversifikacije portfolia jer β portfolia predstavlja, ništa drugo do, ponderisanu aritmetičku sredinu β koeficijenata hartija od vrednosti iz njegovog sastava. Teorijski, ako bismo u portfoliu imali veći broj hartija sa niskim ili negativnim β koeficijentom rizik našeg diversifikovanog portfolia bi se mogao dodatno smanjiti i ispod nivoa tržišnog rizika. Međutim, kao što je teško na nacionalnom finansijskom tržištu naći dve hartije čiji je koeficijent korelacije $\rho = -1$, tako je teško naći i one čiji je $\beta < 0$, jer se većina hartija, u manjoj ili većoj meri, kreće u istom pravcu sa tržištem u celini.

⁵⁵ Šoškić D., op. cit., str.119

Kada se govori o diversifikaciji treba reći da se ona, uz investiranje u veći broj finansijskih plasmana, može posmatrati i sa aspekta vremena. Pri svakom investiranju postoji rizik da je investicija učinjena u nepovoljnom trenutku kada aktivu u kojoj je investirano očekuje cenovni pad. Uz to, rizik postoji i u mogućnosti da je vremenski period držanja investicije suviše kratak ili u pogrešnoj vremenskoj fazi da bi investicija iskazala svoje potencijalne investicione prinose.

Zbog ovog mnogi investitori oklevaju i neretko zapadaju u gotovo tradicionalnu klopku da „čekaju da investiraju umesto da investiraju i čekaju“. Rešenje može ležati u tzv. vremenskoj diversifikaciji investicija. Pod ovim se podrazumeva postupak sukcesivnog investiranja većeg broja podjednakih delova ukupne investicije sa ciljem smanjivanja rizika investiranja u nepovoljnom trenutku. Takođe, forma vremenske diversifikacije je i strategija dugoročnog investiranja u rizične plasmane kako bi se izbegli njihovi potencijalni „loši periodi“. Drugim rečima, strategijom dugoročnog investiranja rizične investicije mogu postati manje rizične.

Međunarodna diversifikacija je posebna mogućnost. Investitori su tradicionalno investirali uglavnom isključivo na svojim nacionalnim finansijskim tržištima. U želji da diversifikuju svoje plasmane okretali su se investiranju u različite privredne oblasti i različite hartije od vrednosti. Međutim, danas, zahvaljujući razvoju telekomunikacija, prevladuje opredeljenje da se diversifikacija plasmana pokuša da uveća i investicijama na inostranim finansijskim tržištima, pa je proces globalizacije finansijskog tržišta postao svetski trend.

S obzirom da je korelacija između pojedinih nacionalnih finansijskih tržišta daleko od perfektne pozitivne veze tj. da je među njima koeficijent korelacije znatno manji od 1, međunarodna diversifikacija plasmana u hartije od vrednosti pruža dodatne mogućnosti po pitanju redukcije rizika portfolia. Sistematski tj. tržišni rizik predstavlja donju granicu do koje se rizik portfolia može umanjiti diversifikacijom na domaćem nacionalnom tržištu. Dodatna diversifikacija može imati efekte u smislu daljeg smanjivanja rizika portfolia, dakle ispod nivoa tržišnog rizika, samo ako je usmerena na inostrana finansijska tržišta.

Iako globalizacija finansijskog sistema u svetu doprinosi većoj uzajamnoj zavisnosti nacionalnih finansijskih tržišta, među njima, ipak, nema perfektne korelacije i to je ono što omogućuje dodatno obaranje rizika međunarodno diversifikovanog portfolia.

Međutim, i tome ima granica. Granica su tzv. globalni faktori, tj. okolnosti koje utiču na volatilnost svetskih finansijskih tržišta u celini i mogu se smatrati da određuju globalni sistematski ili tržišni rizik.

Taj globalni tržišni rizik po nekim novijim procenama iznosi 56 % nacionalnog tržišnog rizika. Širenje potencijalnih međunarodnih investicionih mogućnosti sa akcija i na obveznice dodatno doprinosi podizanju performansi tako konstruisanih portfolia.

Iz svega jasno proističe da iako je dodatno obaranje rizika kroz međunarodnu diversifikaciju ograničeno, ono ipak pruža značajne dodatne povoljnosti i koristi za investitore.

Obaranje rizika je samo jedna „strana medalje „u međunarodnoj diversifikaciji portfolia. Druga, često bitnija, strana su potencijalno viši prinosi. Potencijalno viši prinosi, u osnovi, mogu proisticati iz dva razloga.

Pre svega, globalno finansijsko tržište prosto pruža veći izbor za investiranje tj. omogućuje investitorima da ulažu u kompanije koje im nisu dostupne posredstvom nacionalnog finansijskog tržišta.

Drugo, ono omogućava i špekulativne dobitke koji se oslanjaju na fluktuacije u deviznim kursovima čime se prinos na investicije u inostranstvu može bitno uvećati, ako domaća valuta investitora depresira u odnosu na valutu u kojoj je investirao, ali i umanjiti, ako domaća valuta apresira. Izbor zemalja u koje treba investirati oslanja se na stabilnost nacionalne valute, kapitalnu apresijaciju njihovih finansijskih tržišta i ostvarive prosečne dividendne prinose.

Ostaje činjenica da se na nacionalnom finansijskom tržištu diversifikacijom rizik može spustiti ispod nivoa sistematskog tj. tržišnog rizika jedino uz pomoć Marković-eve diversifikacije i pronalaženja hartija od vrednosti sa međusobno nižim nivoima korelacija, kada važi pravilo da što je koeficijent korelacije među prinosima na akcije u portfoliu niži, to su efekti diversifikacije veći.

Nažalost, vrlo je mali broj hartija od vrednosti koje imaju međusobno niske nivoe korelacije, pa Marković-eva diversifikacija zahteva kompjutersku bazu podataka finansijskih statistika velikog broja hartija od vrednosti. Kompjuterska primena ovog metoda diversifikacije naziva se Marković portfolio analiza i nalazi se u osnovi Moderne portfolio teorije.⁵⁶

Moderna portfolio teorija, ili Marković portfolio teorija zahvata čitavo novo poglavlje u razvoju portfolio teorije koje je započeto 1952. godine objavljivanjem antologijskog članka Harry M. Marković-a „Portfolio selekcija“. Taj članak je preko noći stvorio modernu portfolio teoriju. Od tada se ona razvijala u dva pravca: normativnom i pozitivnom.

Normativna je o normama tj. obuhvata skup pravila kojih se treba pridržavati da bi se maksimiziralo blagostanje ili ostvario željeni cilj.

Pozitivna obuhvata teorije i modele koji objašnjavaju kako se ljudi ponašaju. Normativna portfolio teorija je težila da pruži odgovor na pitanje kako bi trebalo da se ponaša racionalni investitor, a pozitivna se bavila ekonomskom ravnotežom pod uslovom da se investitori ponašaju u skladu sa pozitivnom portfolio teorijom.

Normativna portfolio teorija se bavi ekonomskim učesnicima koji odlučuju u uslovima neizvesnosti. Kada bi investitor sa sigurnošću znao buduće prinose hartija od vrednosti, tada bi on bio samo zainteresovan za maksimiziranje očekivanog prinosa svog portfolia. U tom slučaju sa lakoćom bi odredio njegovu strukturu: opredelio bi se za samo jednu hartiju od vrednosti koja ima najveći prinos. Tada se investitor ne bi opredeljivao ni za diversifikaciju portfolia jer njome ne bi postizao ništa bitno. Ali, u realnosti, diversifikacija je, racionalna investiciona strategija jer umanjuje neizvesnost investiranja. Dakle, neizvesnost je ključna za analizu racionalnog investicionog ponašanja. Odatle, portfolio teorija polazi od toga da su investitori zainteresovani kako za prinos tako i za rizik svojih portfolia tj. polazi od postojanja uslova neizvesnosti.

⁵⁶ Isto, str.128

Definišući i testirajući portfolio teoriju, Marković je dao značajan doprinos merenju i kvantifikovanju rizika. Na osnovu portfolio teorije se vrši procena efekta određenog odnosa između očekivanih prinosa po akciji i rizika investiranja u tu akciju, u cilju iznalaženja najoptimalnije strukture portfolia hartija od vrednosti u vlasništvu jednog investitora ili jednog (penzionog ili investicionog fonda).

U suštini, modeli koji počivaju na ovoj teoriji koriste tzv. verovatnoću distribucije određenog ishoda u cilju kvantifikovanja odnosa između rizika i očekivanog prinosa. Uobičajena mera za izražavanje rizika koji nosi određeni portfolio hartija od vrednosti jeste tzv. volatilitet, odnosno raspon između mogućih ishoda u pogledu prinosa koji jedna investicija donosi (što je veći ovaj raspon, veći je i volatilitet).

Statistika koja se koristi u finansijama da bi se kvantifikovao i izmerio volatilitet mogućih ishoda u pogledu prinosa od jedne akcije jeste **standardna devijacija**, koja se izračunava kao kvadratni koren zbira proizvoda svih vrednosti verovatnoće nastupanja određenog ishoda i kvadrata razlike mogućeg i očekivanog prinosa. Po pravilu, investiranje se vrši u hartije od vrednosti sa nižom standardnom devijacijom.

Kod utvrđivanja vrednosti portfolia hartija od vrednosti, i to pre svega u cilju iznalaženja najoptimalnije strukture tog portfolia (takve strukture i odnosa pojedinih instrumenata u portfoliu da se obezbedi maksimalno mogući prinos uz najmanji mogući rizik), treba ispitati na koji način se vrši tzv. optimizacija portfolia hartija od vrednosti. Pri tome se, karakteristike portfolia stavljaju u odgovarajući odnos sa prinosom koji daju tzv. nerizični instrumenti (npr. državni zapisi ili državne obveznice).

U teoriji se najčešće polazi od primera koji obuhvata tri instrumenta:

- **jedan tzv. nerizičan** (npr. državni zapis) koji služi kao benchmark (njegova standardna devijacija, odnosno rizik, jednak je nuli) i
- **dva rizična** (npr. akcije dve određene kompanije), pri čemu isto pravilo važi i za portfolie koji obuhvataju veliki broj instrumenata. Ukoliko izabrani benchmark instrument daje siguran prinos od 6 % godišnje (obelžen kao linearna funkcija u donjem grafikonu), a drugi instrumenti donosi prinos od po 8 % i 14 %, uz respektivnu standardnu devijaciju po stopi od 15 % i 20 % (što je obeleženo kao kriva funkcije), investitor treba da nastoji uvek da strukturi (optimizije) svoj portfolio nastojeći da taj portfolio uvek obezbeđuje maksimalan prinos uz minimum rizika (npr. 12%).

Standardna devijacija: x osa na donjem grafikonu je standardna devijacija portfolia koja je izračunata primenom sledeće formule:

$$\sigma = \sqrt{w^2\sigma_1^2 + (1-w)^2\sigma_2^2 + 2w(1-w)\rho\sigma_1\sigma_2}$$

Očekivani prinos: formula za izračunavanje očekivanog prinosa portfolia izvedena je na sledeći način:

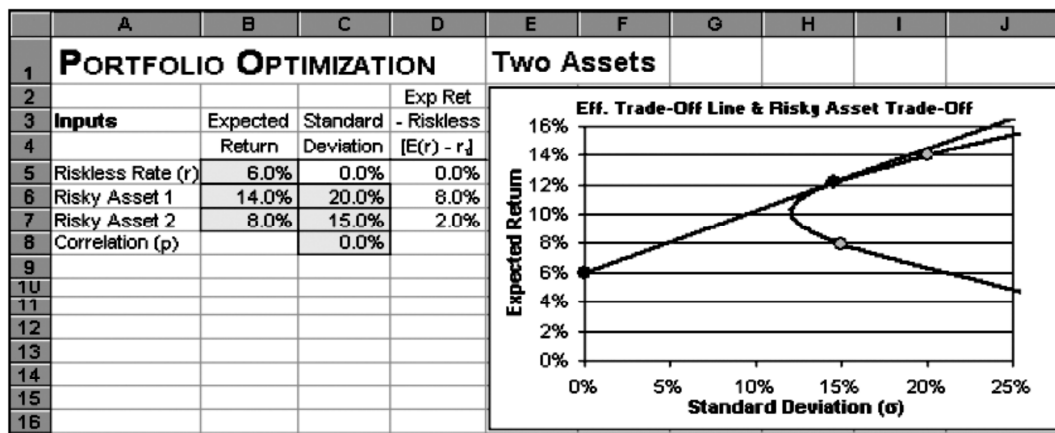
$$E_{(r)} = wE_{(r_1)} + (1-w)E_{(r_2)}$$

Optimizacija portfolia: s obzirom da je:

$$E_1 = E_{(r_1)} - r_f \text{ i da je } E_2 = E_{(r_2)} - r_f$$

Formula za optimizaciju portfolia je sledeća:

$$w_1 = \frac{E_1\sigma_1^2 - E_2\rho\sigma_1\sigma_2}{E_1\sigma_2^2 + E_2\sigma_1^2 - (E_1 + E_2)\rho\sigma_1\sigma_2}$$



Dobro optimizovan portfolio skoro da predstavlja garanciju uspeha investiranja. Naravno, proces nije jednostavan i po pravilu ga obavljaju profesionalni portfolio menadžeri i investicioni savetnik.

5.2 Fokusirano investiranje

Kao što to svaki investitor dobro zna, donošenje odluke o tome koje hartije od vrednosti treba kupiti predstavlja samo prvi korak u investiranju. Zatim sledi dugotrajan proces upravljanja portfolioom hartija od vrednosti, koji zahteva donošenje odluka u sledećem: koje hartije od vrednosti držati i koliko dugo; da li, kada i kako unovčiti neke investicije i preći na neke druge; i kako se izboriti sa snažnim emotivnim nabojem koji neizbežno prati donošenje takvih odluka.

Voren Bafet jedan od najuspešnijih investitora na svetu, sebe naziva „fokusiranim investitorom” koji se „fokusira samo na nekoliko izuzetnih kompanija”. Ovakvo fokusirano investiranje u portfolio hartija od vrednosti malog broja kompanija značajno pojednostavljuje proces upravljanja portfolioom. Fokusirano investiranje predstavlja krajnje jednostavnu ideju. koja se, poput mnogih drugih jednostavnih ideja, zasniva na složenoj polaznoj osnovi međuzavisnih koncepata.

5.2.1 Aktivno i Indeksno upravljanje portfolioom

Investiranjem trenutno dominiraju dve suparničke strategije: (1) aktivno upravljanje portfolioom i (2) indeksno investiranje.

Menadžeri koji aktivno upravljaju portfolioom neprestano kupuju i prodaju veliki broj običnih akcija. Njihov zadatak je da zadovolje svoje klijente permanentnim nadmašivanjem tržišta. Kada se klijent, u bilo kom trenutku, zapita: „Kako moj portfolio stoji u odnosu na tržište u celini?” odgovor mora da bude pozitivan kako bi zadržali klijenta i njegov novac u svom fondu. Da bi ostali na vrhu, aktivni menadžeri pokušavaju da predvide šta će se dogoditi sa hartijama od vrednosti u narednih šest meseci i neprestano barataju sa hartijama od

vrednosti u portfoliju, nadajući se da će imati koristi od svojih predviđanja. U proseku, zajednički fondovi poseduju obične akcije više od sto kompanija a stopom prometa od 80%.

Nasuprot tome, indeksno investiranje se zasniva na pasivnom pristupu „kupi-i-drži“. Ono podrazumeva prikupljanje a zatim držanje široko diversifikovanog portfolija običnih akcija, namerno sačinjenog tako da prati kretanje određene vrste indeksa, kao što je na primer *Standard&Poor's 500*.

Može se reći da indeksno investiranje u poređenju sa aktivnim upravljanjem predstavlja noviju i manje uobičajenu praksu. Još od 80-ih godina prošlog veka, kada su indeksni fondovi postali legitimna alternativna strategija, zagovornici ova dva pristupa investiranju vode bitku oko toga koji je od ova dva pristupa u stanju da ostvari veće prinose od investiranja.

Menadžeri aktivnog portfolija smatraju da zahvaljujući svojoj veštini biranja hartija od vrednosti, mogu da nadmaše bilo koji indeks. Ali, statistika govori u prilog indeksnih investitora. Studija koja se bavila prikupljanjem rezultata ostvarenih tokom perioda od 20 godina (od 1977. do 1997.) pokazala je da je procenat zajedničkih fondova koji su bili u stanju da nadmaše indeks *Standard&Poor's 500* dramatično opao, sa 50% u prvim godinama na nepunih 25% tokom poslednje 4 godine. Nakon 1997. godine, rezultati su još gori. U novembru 1998. godine 90% aktivno upravljanih fondova ostvarilo je nedovoljan učinak (u proseku za 14% niži od S&P 500), što znači da je samo 10% ostvarilo bolji učinak i nadmašilo indeks.

Male su šanse da aktivno upravljanje portfolijom, koje je danas najviše zastupljeno, može da nadmaši indeksno investiranje. Pošto frenetično kupuju i prodaju stotine hartija od vrednosti godišnje, institucionalni investitori su u neku ruku postali tržište. Njihovo geslo glasi: kupite danas sve što vam mi kažemo da će uskoro moći da se proda sa profitom, bez obzira o kakvim hartijama od vrednosti se radi. Ali, njihova logika previđa jednu fatalnu stvar, nemogućnost valjanog predviđanja u uslovima složene prirode sveta finansija. Sledeći problem sa ovom nestabilnom teorijskom osnovom jesu prateći troškovi koje povlači visok stepen aktivnosti, troškovi koji umanjuju neto dobit investitora. Kada uzmemo ove troškove u obzir, postaje očigledno da aktivno upravljanje novcem prouzrokuje svoj sopstveni pad.

Indeksno investiranje, koje ne povlači ekvivalentne troškove, pokazalo se bolje od aktivnog upravljanja portfoliom na više načina. Ali, čak i najbolji indeksni fond, kada je na vrhuncu, može da ostvari samo učinak na nivou tržišta u celini. Investitori koji se oslanjaju na indekse neće podbaciti u odnosu na tržište, ali ga neće ni nadmašiti.

Iz perspektive investitora, privlačnost obe ove strategije leži u nastojanju da se kroz diversifikaciju rizik svede na najmanju moguću meru. Investitori ulažu u hartije od vrednosti velikog broja kompanija iz različitih delatnosti i tržišnih sektora u nadi da će se na taj način zaštititi od katastrofalnog gubitka do koga bi moglo doći ukoliko bi sav svoj novac uložili na jedno mesto, koje bi doživelo katastrofu. Oni polaze od pretpostavke da će u normalnim uslovima vrednost nekih akcija iz diversifikovanog portfolia padati, ali će istovremeno vrednost drugih rasti, a mi treba da držimo palčeve da će rast drugih nadomestiti pad prvih. Što se više različitih poslova nađe u jednom portfoliju, veruju aktivni menadžeri, to su veće šanse za uspeh. Deset donosi veće šanse od jednog, a 100 veće šanse od 10.

Indeksni fondovi, po definiciji, obezbeđuju ovu vrstu diversifikacije, pod uslovom da je indeks koji prate takođe diversifikovan. (Većina indeksa to jeste). Isti slučaj je i sa

tradicionalnim zajedničkim fondovima, koji u opticaju obično imaju hartije od vrednosti više od 100 kompanija.

Diversifikacija tako dugo dominira pristupom investiranju da se oguglalo na njenu neizbežnu posledicu: osrednje rezultate. I aktivna i indeksna investiciona strategija obezbeđuje diversifikaciju, ali nijedna od njih ne ostvaruje natprosečne rezultate.

5.2.2 Fokusirano upravljanje portfoliom

Fokusirano investiranje u portfolio hartija od vrednosti malog broja kompanija znači sledeće: izabrati nekoliko kompanija za koje se veruje da mogu da ostvare natprosečnu dobit na duži rok, investirati u njihove hartije od vrednosti i skupiti hrabrost da se izdrže kratkoročne oscilacije na tržištu. To je zapravo zdravorazumski pristup, ako kompanija dobro posluje i ako njome upravljaju sposobni ljudi, njena realna vrednost će neminovno uticati na cenu njenih hartija od vrednosti. U prvi plan se ne stavlja cena akcije, već analiza ekonomike poslovanja koja leži iza hartija od vrednosti i procena sposobnosti menadžmenta. Izabrane kompanije treba da imaju dugu istotriju odličnog učinka i stabilnog menadžmenta, a ta stabilnost ukazuje na veliku verovatnoću da će i u budućnosti ostavrivati dobar rezultat kao i u prošlosti. To je suština fokusiranog investiranja: investiranje u kompanije sa najvećom verovatnoćom za ostvarivanje natprosečnog učinka. Fokusirano investiranje počiva na teoriji verovatnoće, koja se zasniva na matematici.

Zlatna pravila za fokusirano investiranje:

- 1. Usmerite svoje investicije na izuzetne kompanije koje vodi sposoban menadžment.**
- 2. Ograničite se samo na onaj broj kompanija čije poslovanje u potpunosti razumete. Deset je dobar broj, više od 20 stvara nevolje.**
- 3. Napravite uži izbor od dobrih kompanija koje ste odabrali i u njih investirajte najviše.**
- 4. Planirajte na duži rok, od minimum 5 do 10 godina.**
- 5. Oscilacije su neminovne. Ne obazirite se na njih.**

Investiciona strategija fokusiranog investiranja, zasniva se na neobičnoj ali pronicljivoj ideji da manje donosi više.

Fokusirano investiranje predstavlja antitezu široko diversifikovanom portfoliju sa velikim obimom prometa. Iako fokusirano ulaganje, u poređenju sa svim aktivnim investicionim strategijama ima najbolje šanse da s vremenom nadmaši indeksnu dobit ono zahteva od investitora da se stpljivo drži svog portfolia, i onda kada se čini da su druge strategije uspešnije. Na cenu akcija na kraći rok mogu uticati promene kamatnih stopa, inflacija ili očekivanje skorije dobiti kompanije. Ali, kako se vremenski rok produžava, cenom akcije sve više dominira ekonomika poslovanja koja stoji iza tih hartija od vrednosti. Koliki je optimalan rok? Ne postoji čvrsto pravilo. Nije cilj postići promet jednak nuli jer bi vas to sprečavalo da kupite nešto bolje kada se ukaže prilika za to. Obim prometa od 10% do 20% može se smatrati optimalnim. Obim prometa od 10% podrazumeva da investitor drži hartije od vrednost 10 godina, a obim prometa od 20% podrazumeva držanje hartija od vrednosti na period od 5 godina.

Fokusirano investiranje teži ka ostvarivanju natprosečnih rezultata, postoje snažni dokazi, u akademskim istraživanjima kao i u praksi, da tu težnju uspješno ostvaruje. Međutim, nema sumnje da je put do ostvarivanja natprosečnih rezultata trnovit, pošto su oscilacije cena neophodan nus proizvod investiranja u mali broj kompanija. Investitori koji upravljaju fokusiranim portfoliom tolerišu ovakve prepreke zato što znaju da će na duži rok ekonomika poslovanja kompanije ne samo nadoknaditi oscilacije cena na kraći rok već i više od toga.

5.3 Praktičan prikaz oba pristupa

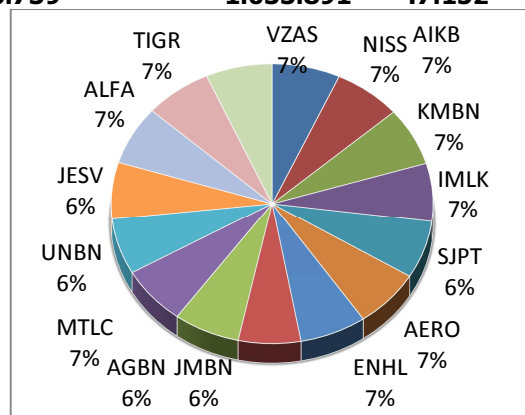
Polazi se od pretpostavke da se u sve tri kompanije investira približno jednaka svota novca u periodu od tri godine, kako bi se jednostavnije sagledao uticaj svake od njih.

Jedan od preduslova za odabir akcija kompanija koje su uključene u fokusirani portfolio je predhodno urađena finansijska odnosno fundamentalna analiza. Ova vrsta analize je obrađena u prvom pristupnom radu i za potrebe završnog master rada nalazi se u sedmom delu rada.

Diversifikovan portfolio

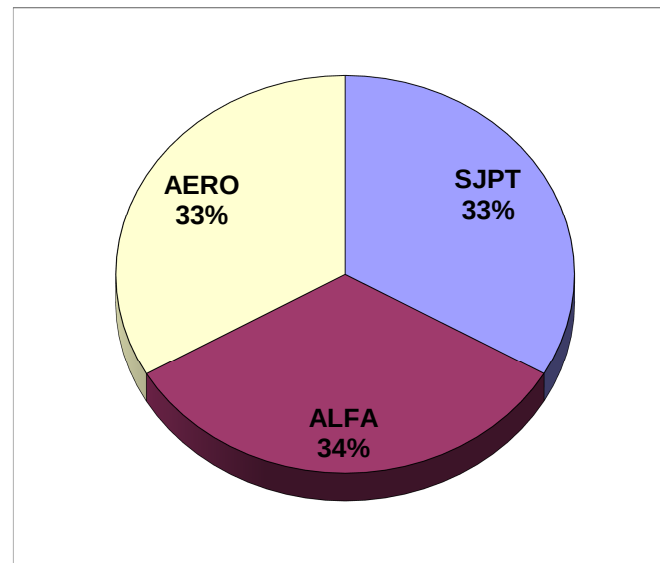
	simbol	broj akcija	prosečna nabavna cena *	nabavna vrednost	trenutna cena	trenutna vrednost	razlika pre troškova i poreza	troškovi trgovanja	porez na kapitalnu dobit *	razlika posle troškova i poreza	% razlika
1	AIKB	25	2.697	67.425	1.705	42.625	-24.800	1.381	0	-26.181	-38,83
2	NISS	132	506	66.792	601	79.332	12.540	1.925	1.254	9.361	14,02
3	KMBN	30	2.208	66.240	1.672	50.160	-16.080	1.481	0	-17.561	-26,51
4	IMLK	79	838	66.202	2.895	228.705	162.503	4.159	16.250	142.094	214,64
5	SJPT	80	825	66.000	561	44.880	-21.120	1.399	0	-22.519	-34,12
6	AERO	135	491	66.285	500	67.500	1.215	1.742	122	-648	-0,98
7	ENHL	115	574	66.010	574	66.010	0	1.716	0	-1.716	-2,60
8	JMBN	3	20.638	61.914	12.845	38.535	-23.379	1.259	0	-24.638	-39,79
9	AGBN	16	4.100	65.600	1.517	24.272	-41.328	1.086	0	-42.414	-64,66
10	MTLC	39	1.701	66.339	1.600	62.400	-3.939	1.666	0	-5.605	-8,45
11	UNBN	8	8.000	64.000	1.950	15.600	-48.400	938	0	-49.338	-77,09
12	JESV	17	3.800	64.600	4.626	78.642	14.042	1.890	1.404	10.748	16,64
13	ALFA	12	5.576	66.912	7.700	92.400	25.488	2.122	2.549	20.817	31,11
14	TIGR	162	410	66.420	515	83.430	17.010	1.982	1.701	13.327	20,06
15	VZAS	165	400	66.000	360	59.400	-6.600	1.617	0	-8.217	-12,45

986.739 1.033.891 47.152 26.362 23.280 -2.490 0,25%



Fokusirani portfolio

	simbol	broj akcija	prosečna nabavna cena *	nabavna vrednost	trenutna cena	trenutna vrednost	razlika pre troškova i poreza	troškovi trgovanja	porez na kapitalnu dobit *	razlika posle troškova i poreza	% razlika
1	SJPT	405	825	334.125	561	227.205	-106.920	7.083	0	-114.003	-34,12
2	ALFA	60	5.576	334.560	7.700	462.000	127.440	10.610	12.744	104.086	31,11
3	AERO	681	491	334.371	500	340.500	6.129	8.786	613	-3.269	-0,98
				1.003.056		1.029.705	26.649	26.479	13.357	-13.187	1,31%



6 AFS Ključevi investiranja (tri ključa za uspešno investiranje)

Na osnovu višegodišnjeg rada na praktičnim investicionim poslovima i kreativnog učešća u razvoju AFS investicionog postupka, autor ovog rada, ovom prilikom daje kao svoj doprinos unapređenju praktične i teorijske misli iz ove oblasti, predlog tri ključa za uspešno investiranje, izvedenih iz misli najvećih investitora dvadesetog veka, uokvirenih u iskustveno procentualno ponderisanje autora. Potpuno pridržavanje navedenih pravila i primena ovih ključeva u praksi daje izvanredne rezultate.

6.1 Fundamentalni ključ

Podrazumeva VREDNOST.

Pravilna procena vrednosti portfolio investicije. Razlikovanje cene i vrednosti portfolio investicije. Sposobnost da se prepozna, analizira, oceni, izmeri i stvori vrednost. Fundamente treba posmatrati sa mikro i makro nivoa. Poznati investitor Voren Bafet je jednom rekao: „**Cena** je ono što ste platili, **vrednost** je ono što ste dobili“. Dakle fundamentalna odnosno vrednosna brava je prva koju investitor mora da otključa. Kupiti datu vrednost jeftino a prodati skupo nas dovodi do sledećeg ključa...

6.2 Tehnički ključ

Podrazumeva VREME i odgovara na pitanje KADA?

Kada investitor otkrije vrednu investiciju i odluči da je kupi, postavlja se pitanje u kom trenutku treba da je kupi, jer cena jedne iste investicije, sa utvrđenom vrednošću, stalno fluktuiru u zavisnosti od mnogih faktora, koji se svi svode na sublimirani odnos ponude i tražnje. Nije poenta samo kupiti vrednu investiciju (bilo kada), već je kupiti po najnižoj mogućoj ceni, a prodati po najvišoj mogućoj ceni (iako njena fundamentalna vrednost sve vreme može ostati gotovo ne promenjena). Veliki berzanski špekulant dvadesetog veka, Andre Kostolanyi je jednom rekao: „Zamislite veliku i malu kadu, jednu pored druge; velika je celokupni ekonomski novčani lonac, a mala je berza. Ako mnogo vode teče u veliku kadu zahvaljujući kreditnoj politici, ušteđevinama, deviznim prilivima, trgovačkom bilansu, dotoku kapitala iz inostranstva i slično, i ako istovremeno otiče, ali polako zbog male potrebe kapitala u industriji, javnih i privatnih budžeta i nižih poreza, onda nivo vode u velikoj kadi raste. Kada se voda prelije otiče u malu kadu, berzu, i diže kurseve u visinu. Obrnuto: ako voda iz veće kade otiče brže nego što se ona puni, onda za malu kadu-berzu- ne ostaje ništa, i kursevi padaju. Zbog toga stalno treba posmatrati nivo vode u velikoj kadi. Posebno važno za kretanje tržišta je u čijim se rukama nalaze papiri, u rukama onih Čvrstih ili onih Kolebljivih? Pri niskim cenama Čvrsti imaju papire a Kolebljivi novac, na vrhuncu buma Čvrsti imaju novac, a Kolebljivi papire. Ta fluktuacija između gotovine i papira predstavlja večno strujanje na tržištu. Moglo bi se takođe reći da na vrhuncu Čvrsti imaju novac, a Kolebljivi nadu.“

6.3 Psihološki ključ

„Inteligentni investitor je realista koji kupuje od pesimista a prodaje optimistima.“

Bendžamin Grejem

Disciplina, kontrola emocija pohlepe i straha, doslednost, širina i dubina u razmišljanju, čine treći ključ koji otvara poslednju bravu do uspeha u investicionom ciklusu. Biti u pravu kada psihologija mase kaže da niste je naročit poduhvat! Potrebna je sposobnost i psihološka čvrstina da se izdrži pritisak preovlađujućeg trenda, da se u trenucima kada fundamentalni i tehnički ključevi i zdravi rezoni pokazuju suprotno od neumoljive gravitacije preovlađujuće mase investitora, odupre masi i izdrži u pravilnoj investicionoj politici. Odupreti se pohlepi kada cene rastu i ne podleći strahu kada cene padaju.

Kroz godine praktičnog iskustva u investicionim poslovima, došli smo do zaključka da je za uspeh u investiranju potrebno razumeti, shvatiti i sprovesti u delo ova tri pravila-ključa:

– Fundamentalni (Vrednost)	25%	
– Tehnički (Vreme, Kad)	25%	
– Psihološki (Izdržati pritisak)	50%	
	100%	Uspeh

7 Komparacija rezultata finansijske analize i tržišnih cena akcija posmatranih kompanija

U ovom delu rada posvetiće se pažnja rezultatima finansijske analize tri kompanije čijim se akcijama trguje na domaćem tržištu kapitala odnosno Beogradskoj berzi. Sve tri kompanije su listirane, od toga dve na *Prime Market*-u, Soja protein a.d. Bečej i Aerodrom Nikola Tesla a.d. Beograd i jedna na *Standard Market*-u, Alfa plam a.d. Vranje. Ispunjavanjem uslova za listing na Beogradskoj berzi ove kompanije imaju obavezu adekvatnog finansijskog obaveštavanja investicione javnosti, gde investicioni analitičari imaju određen stepen sigurnosti i ažurnosti u svom analitičkom radu, usled rigorozne kontrole nadležnih organa (Komisije za hartije od vrednosti, Beogradske berze i Revizorskih agencija).

Za potrebe finansijske i racio analize, koristiće se dostupni finansijski izveštaji za poslednje četiri računovodstvene godine, imajući u vidu značaj hronološkog prikaza za analitički rad i donošenje zaključaka.

7.1 Soja protein a.d. Bečej – SJPT

Kompanija za preradu soje, koja po svome kapacitetu prerade (od blizu 300.000 tona godišnje), raznovrsnosti i kvalitetu proizvoda, spada među najznačajnije proizvođače iz ove grane u Centralnoj i Jugoistočnoj Evropi. Osnovna delatnost kompanije je prerada sojinog zrna, ali se ona bavi i poljoprivrednom proizvodnjom, uskladištenjem, prometom na veliko i malo, otkupom poljoprivrednih proizvoda, izvozom i uvozom, i drugim delatnostima koje služe potpunijem vršenju glavne delatnosti. Najveći deo proizvoda plasira se na domaće tržište, a oko 15% proizvodnje se izvozi. Trećina izvoza usmerena je ka zemljama članicama EU, oko 30% ka Rusiji, 6% ka bivšim jugoslovenskim republikama, a oko 30% ka ostalim zemljama.

NETO OBRTNI KAPITAL (NOK)	2007	2008	2009	2010
<i>Trajni kapital</i>	6.547.986	6.884.686	9.340.871	10.096.066
<i>Stalna imovina</i>	4.017.423	4.285.133	4.598.901	5.050.467
SOPSTVENI NOK	2.530.563	2.753.511	4.874.044	5.181.554
<i>Dugoročne obaveze</i>	1.108.856	5.105.889	4.154.731	1.791.150
UKUPNI NOK	3.851.334	7.906.177	9.073.756	7.017.840
<i>Zalihe i AVR</i>	4.972.744	6.918.811	8.295.600	5.963.484
<i>Zalihe</i>	4.941.310	6.858.305	8.261.295	5.727.088
<i>AVR</i>	31.434	60.506	34.305	236.396
VIŠAK (NEDOSTATAK) NOK U ODNOSU NA ZALIHE	-1.089.976	1.047.872	812.461	1.290.752
CIKLUS PRETVARANJA GOTOVINE (u danima)		169	279	247
Potrebni NOK za finansiranje rada		8.817.868	12.171.968	9.647.693

Hronološkim pregledom bilansa stanja možemo uočiti trend poslovanja od 2007. godine, naime uočavamo da je period do 2009. godine bio period ekspanzije poslovanja sa prosečnom stopom rasta aktive od 60%, obrtne imovine od 87% kao i ukupne zaduženosti od čak 122% koja prirodno prati svaku ekspanziju poslovanja. U periodu od 2009. godine, stope rasta se usporavaju u 2009. godini, i beleže pad u 2010. godini. Međutim u celokupnom posmatranom period stope rasta kapitala (pasiva) kao i vrednosti stalne imovine (aktiva) ostaju pozitivne i stabilne. Posmatrani period je dobar način da se otkrije umešnost menadžmenta u upravljanju imovinom kompanije, imajući u vidu da je baš u sredini posmatranog perioda 2009. godine otpočela najveća finansijska i ekonomska kriza od drugog svetskog rata.

Pokazatelji likvidnosti ukazuju na stabilno upravljanje obrtnom imovinom (zaliham i potraživanjima) i obavezama (kratkoročnim i dugoročnim) u poslednje tri godine, sem u 2007. - godini ekspanzije kada je rast podržan nešto većim nivoom zaduženosti. Pokazatelj zaduženosti koji uzima u odnos sopstveni kapital i ukupnu zaduženost – Dept/Equity ima negativne odnose, odnosno zaduženost kompanije je na znatno većem nivou od kapitala kompanije što ukazuje na nivoe „prezaduženosti”. Imajući u vidu da je visoka zaduženost problem koji se prenosi i na naredne godine, kompanija je efikasno pratila ove odnose i delovala u smeru smanjenja obaveza i efikasnijeg upravljanja obrtnom imovinom. U okolnostima smanjene tražnje i opšte nelikvidnosti privrede od 2009. godine, periodi naplate potraživanja i obrta zaliha se produžuju što kompanija koristi i za prolongiranje sopstvenih obaveza i uspeva da održi efikasnost u upravljanju sredstvima. Prema podacima Narodne Banke Srbije, kompanija nije bila nijedan dan u blokadi odnosno u periodu nelikvidnosti.

ANALIZA LIKVIDNOSTI (kratkoročne finansijske sigurnosti)	2007	2008	2009	2010
Racio tekuće likvidnosti (<i>Current ratio</i>)	1,89	2,07	2,35	2,40
Racio rigorozne likvidnosti (<i>Quick ratio</i>)	0,75	1,14	1,12	1,26

Izvor: Na osnovu podataka sa <http://www.belex.rs/trgovanje/prospekt/SJPT>

ANALIZA SOLVENTNOSTI (dugoročne finansijske stabilnosti preduzeća)	2007	2008	2009	2010
Racia pokrića imovine:				
Racio pokrića stalne imovine	1,63	1,61	2,03	2,00
Racio pokrića stalne realne imovine	1,36	1,74	1,57	1,57
Racio pokrića zaliha NOK-om	0,78	1,15	1,10	1,23
Racia izvora finansiranja (ZADUŽENOSTI):				
Racio zaduženosti (<i>Dept/Equity</i>)	0,86	1,82	1,17	0,68
Racio pokrića obaveza novčanim tokom	0,26	-0,47	0,17	0,81
Racio pokrića kamata zaradom preduzeća (<i>Interest Coverage Ratio</i>)	2,51	1,17	1,34	1,61
Zaduženost prema ukupnoj aktivi / pasivi	0,46	0,64	0,54	0,40
Zaduženost prema Osnovnom kapitalu	2,25	5,02	3,08	1,50

Izvor: Na osnovu podataka sa <http://www.belex.rs/trgovanje/prospekt/SJPT>

ANALIZA AKTIVNOSTI (efikasnosti upravljanja sredstvima)

Racia kratkoročne poslovne aktivnosti preduzeća :

Racio obrta obrtne imovine
Vreme obrta obrtne imovine
Racio obrta zaliha
Vreme zadržavanja zaliha u preduzeću
Racio obrta kratkoročnih potraživanja
Vreme kreditiranja kupaca
Racio obrta obaveza prema dobavljačima
Vreme regulisanja obaveza prema dobavljačima

Racia dugorocne (investicione) aktivnosti:

Racio obrta fiksne imovine (osnovnih sredstava)
Vreme obrta fiksne imovine
Racio obrta poslovne imovine
Vreme obrta poslovne imovine
Racio obrta neto vlasničkog kapitala
Vreme obrta vlasničkog kapitala

PROSEČAN PERIOD NAPLATE

2008	2009	2010
------	------	------

1,62	1,03	1,03
225	355	355
3,23	2,11	2,04
113	173	179
3,68	2,38	2,72
99	153	134
8,43	7,62	5,52
43	48	66

4,59	3,59	2,96
80	102	123
1,20	0,80	0,76
304	457	479
2,84	1,97	1,47
129	186	249
112	182	177

Izvor: Na osnovu podataka sa <http://www.belex.rs/trgovanje/prospekt/SJPT>

Analizom bilansa uspeha potvrđujemo ciklus poslovne aktivnosti uočen u bilansu stanja – ekspanziju do sredine posmatranog perioda i dalji pad iste od 2009. godine. Analizom troškova uviđamo da je pad poslovne aktivnosti (Ukupnih prihoda) s druge strane ispraćen adekvatnim smanjenjem troškova, pad poslovnih prihoda od 11,73 % praćen je padom poslovnih rashoda od 14,28 % u 2010. godini. Najviše se uštedelo u nabavci robe (koristeći tržišnu situaciju) čije se učešće u strukturi troškova sa 52% u 2008. godini smanjilo na 28 % u 2010. godini, zatim u smanjenju finansisjkih rashoda koji zauzimaju 10 % ukupnih rashoda. Najveći deo rashoda pripada troškovima materijala čije učešće odnosi 55 % ukunih troškova.

Pokazatelji profita, produktivnosti i troškova po zaposlenom ukazuju na optimizaciju u sektoru upravljanja ljudskim resursima.

Racio brojevi profitabilnosti kompanije takođe odražavaju celokupni trend poslovanja. Profitne margine su relativno niske u poređenju sa marginama na tržištu i marginama u grani, stope povraćaja na kapital ROE i povraćaja na ukupnu aktivu ROA u 2007. godini beleže 19,14 % odnosno 10,29% da bi u 2010. godini iznosili 7,84 % odnosno 4,64 % što je dobrim delom zasluga povećanja imovine, odnosno kapitala i ukupne aktive s jedne strane ali i smanjenjem prinosa u kriznim godinama s druge strane. Međutim, parametri poput Poslovne dobiti, EBIT, EBITDA i EBITDA margine nam ukazuju da je profitabilnost iz poslovnih aktivnosti daleko bolja nego što pokazuje krajnja neto dobit kompanije. Razlog takve nekorelacije leži pre svega u velikim finansijskim troškovima koje kompanija plaća na ime obaveza prema poslovnim bankama odnosno kreditima koji su nominovani u inostranim valutama pre svega euru čija je vrednost uvećana prosečno za 25 % u odnosu na dinar. Kursne razlike i velika zaduženost kompanije značajno utiču na njenu profitabilnost, međutim ne treba zanemariti odličnu zarađivačku sposobnost s druge strane.

Pozitivno poslovanje kompanije odnosno njena dobit u sve četiri predhodne godine podržana je pozitivnim novčanim tokovima, naročito u 2010. godini kada se to najmanje očekivalo, shodno sveukupnoj situaciji na tržištu.

ANALIZA PROFITABILNOSTI PREDUZEĆA	2007	2008	2009	2010
Analiza dobitnosti prihoda (Return on Sales Analysis)				
<i>Profit Margin</i> (bruto/prihod)	8,44	2,06	3,08	5,58
<i>Profit Margin</i> (neto/prihod)	8,14	2,00	2,86	5,26
<i>Net/profit margin</i> (neto/posl prih)	8,80	2,12	2,97	5,46
<i>Net/sales margin</i> (neto/prodaja)	8,81	2,14	3,06	5,55
Analiza povraćaja uloženog kapitala				
ROA	10,29	2,08	2,40	4,64
ROE	19,14	5,91	5,23	7,84

Izvor: Na osnovu podataka sa <http://www.belex.rs/trgovanje/prospekt/SJPT>

	2007	2008	2009	2010	2008/2007	2009/2008	2010/2009
Profit po zaposlenom	3.250	1.026	1.362	2.326	-68,44	32,79	70,72
Produktivnost po zap.	35.628	47.051	42.594	40.202	32,06	-9,47	-5,62
Troškovi po zap.	32.939	42.292	38.665	35.439	28,40	-8,58	-8,34
Prosečni god. izdatak po zap.	857	912	963	1.009	6,38	5,66	4,77
POSLOVNI DOBITAK	1.075.596	1.941.664	1.516.276	1.719.188	80,52	-21,91	13,38
EBIT	1.577.467	1.847.850	1.625.755	1.717.068	17,14	-12,02	5,62
EBITDA	1.725.192	1.996.179	1.775.333	1.864.675	15,71	-11,06	5,03
EDITDA margina	12,12	10,48	11,13	13,07	-13,56	6,23	17,38

Izvor: Na osnovu podataka sa <http://www.belex.rs/trgovanje/prospekt/SJPT>

7.2 Alfa Plam ad. Vranje – ALFA

Osnovna delatnost kompanije je proizvodnja grejnih tela na čvrsto, tečno i gasovito gorivo, štednjaka na struju, kao i kombinaciju čvrsto gorivo-struja i struja-gas. Proizvodi Alfa-Plam-a, prevashodno su namenjeni domaćinstvima. Po obimu proizvodnje, plasmanu i kvalitetu, vodeći je proizvođač grejnih tela u Srbiji i Jugoistočnoj Evropi, a svrstava se i u red 5 najvećih u Evropi. Svoje proizvode plasira na domaćem tržištu (oko 35%) i na tržištima Evrope (oko 65%). Osnovna izvozna tržišta su bivše jugoslovenske republike (BiH, Makedonija, Crna Gora, Slovenija i Hrvatska), zatim Nemačka, Italija, Austrija i Poljska.

Analizom bilansa stanja od 2007. do 2010. godine uočava se zavidan nivo stabilnosti i finansijskog zdravlja kompanije. Ova kompanija beleži ustaljene stope rasta bilansnih stavki aktive i pasive od prosečnih 8 % na godišnjem nivou i nema značajnih oscilacija u strukturi imovine. Krizni period od 2009. godine nema negativnih uticaja na poslovanje, naprotiv, kapital kompanije je uvećan za 27 %, stalna imovina za 33 %, a obrtna imovina za 18 % dok ukupne obaveze beleže blagi pad u periodu od 2007. do 2010. godine.

Pokazatelji likvidnosti su u dubokoj pozitivnoj zoni što za analitičara predstavlja pokazatelj „prelikvidnosti”, međutim da bi se dala krajnja ocena stanja likvidnosti, neophodno je pogledati strukturu obaveza i kretanje novčanih tokova kompanije. Glavni krivac za visoke pokazatelje likvidnosti je pre svega niska zaduženost. Struktura zaduženosti nam ukazuje na to da kompanija praktično nema ni dugoročnih ni kratkoročnih finansijskih obaveza, odnosno

kredita u poslednje četiri godine. Jedine obaveze su obaveze iz poslovanja koje učestvuju sa samo 10 % u strukturi ukupne pasive.

NETO OBRTNI KAPITAL (NOK)	2007	2008	2009	2010
<i>Trajni kapital</i>	2.907.922	3.096.653	3.375.904	3.699.401
<i>Stalna imovina</i>	1.139.048	1.145.680	1.064.486	1.511.086
SOPSTVENI NOK	1.768.874	1.964.241	2.324.089	2.180.153
<i>Dugoročne obaveze</i>	0	0	0	0
UKUPNI NOK	1.782.142	1.964.241	2.354.639	2.210.703
<i>Zalihe i AVR</i>	1.015.523	1.046.272	1.004.425	925.178
<i>Zalihe</i>	974.620	1.010.269	972.613	886.083
<i>AVR</i>	40.903	36.003	31.812	39.095
VIŠAK (NEDOSTATAK) NOK U ODNOSU NA ZALIHE	807.522	953.972	1.382.026	1.324.620
CIKLUS PRETVARANJA GOTOVINE (u danima)		145	136	108
Potrebni NOK za finansiranje rada		1.220.121	1.183.240	1.060.319

Niska zaduženost je dobra sa aspekta finansijske stabilnosti i sigurnosti s jedne strane ali može ukazivati i na stagnaciju poslovanja, s druge strane. Da bi se doneo pravi zaključak o tome kako menadžment kompanije rešava problem viška sredstava, odnosno koristili tu prednost za unapređenje poslovanja, neophodno je da pogledamo bilans uspeha.

ANALIZA LIKVIDNOSTI (kratkoročne finansijske sigurnosti)	2007	2008	2009	2010
Racio tekuće likvidnosti (<i>Current ratio</i>)	4,48	4,99	5,37	5,47
Racio rigorozne likvidnosti (<i>Quick ratio</i>)	2,58	2,94	3,57	3,68

Izvor: Na osnovu podataka sa <http://www.belex.rs/trgovanje/prospekt/ALFA>

ANALIZA SOLVENTNOSTI (dugoročne finansijske stabilnosti preduzeća)	2007	2008	2009	2010
Racia pokrića imovine:				
Racio pokrića stalne imovine	2,55	2,70	3,17	2,45
Racio pokrića stalne realne imovine	1,62	1,66	1,94	1,76
Racio pokrića zaliha NOK-om	1,83	1,94	2,42	2,49
Racia izvora finansiranja (ZADUŽENOSTI)				
Racio zaduženosti (<i>Debt/Equity</i>)	0,18	0,16	0,17	0,14
Racio pokrića obaveza novčanim tokom	0,47	0,11	1,06	0,85
Racio pokrića kamata zaradom preduzeća (<i>Interest Coverage Ratio</i>)	8,33	7,09	25,55	32,68
Zaduženost prema ukupnoj aktivi/pasivi	0,15	0,14	0,14	0,12
Zaduženost prema Osnovnom kapitalu	0,48	0,36	0,41	0,38

Izvor: Na osnovu podataka sa <http://www.belex.rs/trgovanje/prospekt/ALFA>

ANALIZA AKTIVNOSTI (efikasnosti upravljanja sredstvima)**Racia kratkoročne poslovne aktivnosti preduzeća:**

Racio obrta obrtne imovine
Vreme obrta obrtne imovine
Racio obrta zaliha
Vreme zadržavanja zaliha u preduzeću
Racio obrta kratkoročnih potraživanja
Vreme kreditiranja kupaca
Racio obrta obaveza prema dobavljačima
Vreme regulisanja obaveza prema dobavljačima

2008	2009	2010
------	------	------

1,29	1,19	1,28
282	308	285
3,10	3,20	3,86
118	114	95
3,14	3,08	3,60
116	119	102
4,10	3,78	4,14
89	97	88

Racia dugoročne (investicione) aktivnosti:

Racio obrta fiksne imovine (osnovnih sredstava)
Vreme obrta fiksne imovine
Racio obrta poslovne imovine
Vreme obrta poslovne imovine
Racio obrta neto vlasničkog kapitala
Vreme obrta vlasničkog kapitala
PROSEČAN PERIOD NAPLATE

2,69	2,87	2,79
136	127	131
0,87	0,84	0,88
418	435	416
1,02	0,98	1,01
356	373	360
164	194	190

Izvor: Na osnovu podataka sa <http://www.belex.rs/trgovanje/prospekt/ALFA>

Bilans uspeha potvrđuje stabilan trend poslovanja i rasta poslovnih aktivnosti. Pored blagog pada aktivnosti u 2009. godini od 5 % u ukupnom posmatranom periodu od 2007. do 2010. godine ukupni poslovni prihodi beleže rast od 19 % . Za to vreme rashodi su se povećali za 17 % što ukazuje na dobro upravljanje i kontrolu troškova kroz godine. U strukturi troškova najveće učešće pripada troškovima materijala od 60 % i troškovima zarada od 20 % imajući u vidu da je proizvodna delatnost u pitanju to je za očekivati. Struktura troškova u sve četiri godine beleži iste odnose, što je još jedan pokazatelj stabilnosti upravljanja.

Profitabilnost prati stope rasta poslovne aktivnosti, pa je prosečna stopa rasta neto dobiti 12,6 % godišnje. Profine margine iznose 12 % i zadržavaju stabilnost tokom godina. Stope povraćaja na ukupnu aktivu ROA i kapital ROE beleže blagi rast od 2007. godine kada su iznosile 9,29 % odnosno 10,97 % do 2010. godine kada iznose 10,82 % odnosno 12,36 %. Profit i produktivnost po zaposlenom uvećavaju se za prosečnih 14 % odnosno 9,5 % godišnje, koji prati i uvećanje troškova i izdataka po zaposlenom od 8,26 % odnosno 7,66 % godišnje. Međutim ovaj odnos ukazuje i na činjenicu da je produktivnost po zaposlenom u 2010. godini iznosila 4.074.000 rsd. a troškovi 3.546.000 rsd. što je pozitivan odnos ali i to da je profit po zaposlenom 517.000 rsd. a godišnji izdatak na plate i naknade 775.000 rsd. što je negativan odnos koji se prolongira kroz ceo posmatrani period. Rešenje je ili optimizacija broja zaposlenih (koju kompanija i sprovodi, od 2007. godine broj zaposlenih je bio 954, da bi na kraju 2010. iznosio 844 radnika) ili povećanje ukupne dobiti (koju, takođe menadžment povećava iz godine u godinu).

Činjenica da je neto dobit veća od poslovne dobiti, EBIT i delom EBIDTA pokazatelja je u tome da kompanija zapravo ima veće finansijske prihode nego rashode.

Novčani tokovi nam ukazuju na pozitivne prilive iz poslovnih aktivnosti i otkrivaju nam gde menadžment usmerava viškove – na aktivnosti investiranja u sopstveno poslovanje, pre svega stalnu imovinu i sredstva za rad kao i stabilnu isplatu dividendi svojim akcionarima.

ANALIZA PROFITABILNOSTI PREDUZEĆA	2007	2008	2009	2010
<i>Analiza dobitnosti prihoda (Return on Sales Analysis</i>				
<i>Profit Margin</i> (bruto/prihod)	10,78	10,41	11,74	11,89
<i>Profit Margin</i> (neto/prihod)	10,34	10,41	11,76	12,46
<i>Net/profit margin</i> (neto/posl. prih.)	10,69	11,20	12,54	13,29
<i>Net/sales margin</i> (neto/prodaja)	11,94	11,49	12,01	12,74
<i>Analiza povraćaja uloženog kapitala</i>				
ROA	9,29	9,81	9,62	10,82
ROE	10,97	11,41	11,28	12,36

Izvor: Na osnovu podataka sa <http://www.belex.rs/trgovanje/prospekt/ALFA>

	2007	2008	2009	2010
Profit po zaposlenom	349	384	433	517
Produktivnost po zap.	3.128	3.431	3.455	4.074
Troškovi po zap.	2.803	3.095	3.137	3.546
Prosečni god. izdatak po zap.	623	670	686	776
POSLOVNI DOBITAK	309.737	309.020	280.234	445.457
EBIT	318.094	234.176	274.952	294.681
EBITDA	447.405	372.181	460.131	443.985
EDITDA margina	16,74	12,11	14,52	12,38

	2008/2007	2009/2008	2010/2009
	10,07	12,62	19,51
	9,68	0,73	17,91
	10,41	1,36	13,07
	7,57	2,40	13,17
	-0,23	-9,32	58,96
	-26,38	17,41	7,18
	-16,81	23,63	-3,51
	-27,68	19,90	-14,73

Izvor: Na osnovu podataka sa <http://www.belex.rs/trgovanje/prospekt/ALFA>

7.3 Aerodrom Nikola Tesla ad. Beograd – AERO

Aerodrom „Nikola Tesla“ Beograd idealno je lociran u odnosu na druge aerodrome u okruženju, jer nema navigacionih ograničenja i nalazi se na raskrsnici najvećih vazdušnih ruta. Vazdušne rute i prilazi opremljeni su modernom radio navigacionom opremom.

NETO OBRTNI KAPITAL (NOK)	2007	2008	2009	2010
<i>Trajni kapital</i>	11.513.455	12.832.365	21.986.617	22.510.860
<i>Stalna imovina</i>	12.765.248	12.692.773	20.938.592	20.737.783
SOPSTVENI NOK	-1.053.127	330.597	1.364.780	2.070.005
<i>Dugoročne obaveze</i>	1.596.321	1.561.378	1.381.862	1.327.920
UKUPNI NOK	685.904	2.013.069	2.913.445	3.538.501
<i>Zalihe i AVR</i>	173.343	120.930	170.064	117.010
<i>Zalihe</i>	132.471	85.754	116.906	117.010
<i>AVR</i>	40.872	35.176	53.158	0
VIŠAK (NEDOSTATAK) NOK U ODNOSU NA ZALIHE	553.433	1.927.315	2.796.539	3.421.491
CIKLUS PRETVARANJA GOTOVINE (u danima)		-90	-53	16
Potrebni NOK za finansiranje rada		-1.008.319	-612.304	226.784

Hronološkom analizom bilansa stanja od 2007. do 2010. godine, uočavamo značajnu vrednosnu promenu u 2009 godini. Naime, rast bilansnih stavki aktive i pasive u pomenutoj godini iznosi 58,52 % u odnosu na 2008 godinu. Rast stalne imovine od 65 % i obrtno imovine od 29 % u strukturi aktive, s druge strane uzrokuje rast kapitala od 71 % u strukturi pasive. Ovako nagla i velika vrednosna promena je posledica procene tržišne vrednosti kapitala kompanije u trenutku kada se vlasnik odnosno država pripremala za iznošenje kompanije u javnost odnosno podelu akcija građanstvu. Investitoru odnosno investicionom analitičaru, ostaje da veruje izveštaju ovlašćenog revizora ili u koliko je u mogućnosti sprovede sopstvenu analizu vrednosti kapitala kompanije. Pokazatelji likvidnosti su u dubokoj pozitivnoj zoni što za analitičara predstavlja pokazatelj „prelikvidnosti“, međutim da bi se dala krajnja ocena stanja likvidnosti, neophodno je pogledati strukturu obaveza i kretanje novčanih tokova kompanije. Dok racio brojevi solventnosti odnosno dugoročne finansijske stabilnosti kompanije ne pokazuju tako pozivne izgleda kao kod likvidnosti, zapravo racia pokrića imovine su nešto iznad 1 što upravo ukazuje na „visinu“ procenjene imovine od strane države. Ukupne obaveze beleže prosečnu stopu pada od 10 % u posmatranom periodu. Racio zaduženosti (*Dept/Equity*) iznosi 0,08 što predstavlja izuzetno nizak nivo zaduženosti kompanije i označava da u strukturi pasive ukupne obaveze zauzimaju samo 8 % dok na kapital preostaje 92 % ukupne vrednosti pasive. Struktura obaveza pokazuje da najveći deo 52 % obaveza predstavljaju dugoročni krediti dok je učešće ostalih obaveza pojedinačno ispod 10 % u strukturi. Pokazatelji aktivnosti odnosno efikasnosti upravljanja sredstvima ukazuju na

blago „opuštanje”, naime vreme kreditiranja kupca se sa 49 dana u 2008 godini popelo na 87 dana u 2010 godini dok se sa druge strane vreme regulisanja obaveza prema dobavljačima sa 148 dana u 2008 godini spustilo na 79 dana u 2010 godini, praveći negativnu razliku u upravljanju obavezama prema dobavljačima s jedne, i potraživanjima prema kupcima s druge strane. Niska zaduženost i visoka likvidnost je dobra sa aspekta finansijske stabilnosti i sigurnosti ali može ukazivati i na stagnaciju poslovanja. Da bi se doneo pravi zaključak o tome kako menadžment kompanije rešava problem viška sredstava, odnosno koristili tu prednost za unapređenje poslovanja, neophodna je analiza bilansa uspeha.

ANALIZA LIKVIDNOSTI (kratkoročne finansijske sigurnosti)	2007	2008	2009	2010
Racio tekuće likvidnosti (<i>Current ratio</i>)	1,80	3,77	5,76	9,72
Racio rigorozne likvidnosti (<i>Quick ratio</i>)	1,64	3,65	5,57	9,43

Izvor: Na osnovu podataka sa : <http://www.belex.rs/trgovanje/prospekt/AERO>

ANALIZA SOLVENTNOSTI (dugoročne finansijske stabilnosti preduzeća)	2007	2008	2009	2010
Racia pokrića imovine:				
Racio pokrića stalne imovine	0,90	1,01	1,05	1,09
Racio pokrića stalne realne imovine	1,09	1,19	1,15	1,17
Racio pokrića zaliha NOK-om	5,18	23,47	24,92	30,24

Racia izvora finansiranja (ZADUŽENOSTI):				
Racio zaduženosti (<i>Debt/Equity</i>)	0,23	0,19	0,10	0,08
Racio pokrića obaveza novčanim tokom	0,42	0,68	0,79	1,34
Racio pokrića kamata zaradom preduzeća (<i>Interest Coverage Ratio</i>)	1,84	4,39	7,04	8,45
Zaduženost prema ukupnoj aktivi/pasivi	0,18	0,16	0,09	0,08
Zaduženost prema Osnovnom kapitalu	0,36	0,33	0,11	0,09

Izvor: Na osnovu podataka sa : <http://www.belex.rs/trgovanje/prospekt/AERO>

ANALIZA AKTIVNOSTI (efikasnosti upravljanja sredstvima)

Racia kratkoročne poslovne aktivnosti preduzeća :

Racio obrta obrtne imovine	
Vreme obrta obrtne imovine	
Racio obrta zaliha	
Vreme zadržavanja zaliha u preduzeću	
Racio obrta kratkoročnih potraživanja	
Vreme kreditiranja kupaca	
Racio obrta obaveza prema dobavljačima	
Vreme regulisanja obaveza prema dobavljačima	

2008	2009	2010
-------------	-------------	-------------

1,92	1,35	1,35
190	270	269
37,64	41,78	43,25
10	9	8
7,44	4,84	4,20
49	75	87
2,46	2,67	4,63
148	137	79

Racia dugoročne (investicione) aktivnosti :

Racio obrta fiksne imovine (osnovnih sredstava)	
Vreme obrta fiksne imovine	
Racio obrta poslovne imovine	
Vreme obrta poslovne imovine	
Racio obrta neto vlasničkog kapitala	
Vreme obrta vlasničkog kapitala	
PROSEČAN PERIOD NAPLATE	

0,32	0,25	0,24
1131	1450	1504
0,28	0,21	0,21
1321	1720	1773
0,34	0,24	0,23
1082	1501	1605
181	261	261

Izvor: Na osnovu podataka sa : <http://www.belex.rs/trgovanje/prospekt/AERO>

Analizom bilansa uspeha uočavamo pozitivan uticaj vizne liberalizacije i sporazuma o otvorenom nebu kao i dominantan položaj na tržištu i povoljan geografski položaj aerodroma. Sve ove prednosti uticale su na kontinuirani rast prihoda od prosečnih 14 % na godišnjem nivou u posmatranom periodu. Sa druge strane, ukuni rashodi beleže pad od 11 % u 2008 godini i 8% u 2009 dok je u ekspanzivnoj 2010 zabeležen rast od 26,57 % pa je prosečna stopa rasta troškova 2,5 % na godišnjem nivou u posmatranom periodu.

Dobro upravljanje troškovima se ogleda i u stabilnoj strukturi istih kroz godine.

Profitabilnost kompanije prati ekspanziju poslovanja pa su stope rasta profitne margine sa 10 % u 2007 godini dostigle 35 % u 2010 godini. Stope povraćaja na ukupnu aktivu ROA i kapital ROE su nešto skromnije i iznose prosečnih 8 % na godišnjem nivou, što je direktna posledica procenjene vrednosti imovine odnosno kapitala. Svakako, ove stope su iznad proseka u svojoj grani, uporedivši ih sa stopama povraćaja Ljubljanskog aerodroma od 4,6 % , shvatamo investicionu privlačnost aerodroma Nikola Tesla.

Profit i produktivnost po zaposlenom radniku prate izuzetno pozitivan trend poslovne aktivnosti a troškovi i izdatci potvrđuju dobro upravljanje troškovima.

Parametri poput Poslovne dobiti, EBIT, EBITDA i EBITDA margine nam ukazuju na izuzetnu profitabilnost iz poslovnih aktivnosti i daleko veće vrednosti nego što pokazuje krajnja neto dobit kompanije. Uzrok ovakve razlike je pre svega veliki trošak amortizacije čije je učešće u strukturi troškova čitavih 20 % i finansijski rashodi sa učešćem od 8 %.

Novčani tokovi potvrđuju likvidnost kompanije, prilivi iz poslovnih aktivnosti su stabilni i pozitivno prate ekspanziju u poslovanju, najveći deo novčanih odliva odlazi na isplatu dividendi.

Izuzetna prfitabilnost kompanije i stabilan rast poslovnih aktivnosti čini pogodno tle za investiranje. Međutim investitor odnosno investicioni analitičar pre investicione odluke mora biti siguran, koja je realna vrednost „procenjene“ imovine kompanije, kako bi mogao da odredi koju je cenu spreman da plati za nju.

ANALIZA PROFITABILNOSTI PREDUZEĆA	2007	2008	2009	2010
<i>Analiza dobitnosti prihoda (Return on Sales Analysis)</i>				
<i>Profit Margin (bruto/prihod)</i>	9,85	28,71	35,84	36,69
<i>Profit Margin (neto/prihod)</i>	8,26	27,25	33,98	30,09
<i>Net/profit margin (neto/posl prih)</i>	9,52	30,13	37,20	35,42
<i>Net/sales margin (neto/prodaja)</i>	10,36	32,54	40,29	38,30
<i>Analiza povraćaja uloženog kapitala</i>				
ROA	2,52	8,66	6,97	7,85
ROE	3,14	10,42	7,76	8,61

Izvor: Na osnovu podataka sa : <http://www.belex.rs/trgovanje/prospekt/AERO>

	2007	2008	2009	2010	2008/2007	2009/2008	2010/2009
Profit po zaposlenom	721	3.444	4.273	5.639	377,63	24,06	31,98
Produktivnost po zap.	6.352	10.845	10.892	13.052	70,74	0,43	19,83
Troškovi po zap.	5.501	7.173	6.669	7.788	30,4	-7,02	16,77
Prosečni god. izdatak po zap.	1.523	1.614	1.612	1.709	5,93	-0,13	6,01
POSLOVNI DOBITAK	508.272	1.502.032	1.777.745	2.205.740	195,52	18,36	24,08
EBIT	501.259	1.487.141	1.736.778	2.253.512	196,68	16,79	29,75
EBITDA	1.308.637	2.157.927	2.452.151	3.030.883	64,9	13,63	23,6
EDITDA margina	37,55	52,54	57,92	59,91	39,9	10,25	3,44

Izvor: Na osnovu podataka sa : <http://www.belex.rs/trgovanje/prospekt/AERO>

7.4 Tržišni aspekt

U ovom delu rada posvetiće se delimična pažnja tržišnoj komparaciji ove tri kompanije.

Pretpostavimo da smo u sve tri kompanije investirali približno jednaku svotu novca u periodu od jedne godine, kako bi jednostavnije sagledali uticaj svake od njih.

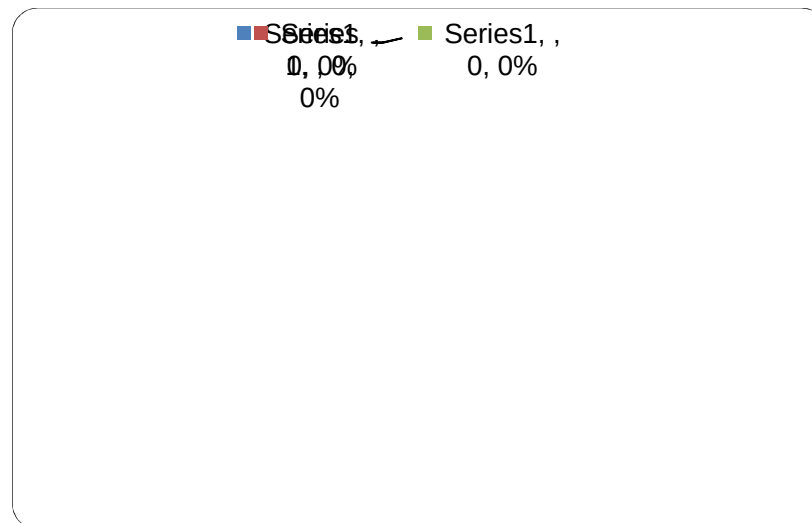
Akcije sve tri kompanije su zabeležile pad vrednosti u poslednjih godinu dana, s tim što je najveći gubitnik Aerodrom Nikola Tesla i ujedno ispod prosečne vrednosti tržišta (index-a belex line) dok su Soja protein i Alfa plam iznad vrednosti indeksa.

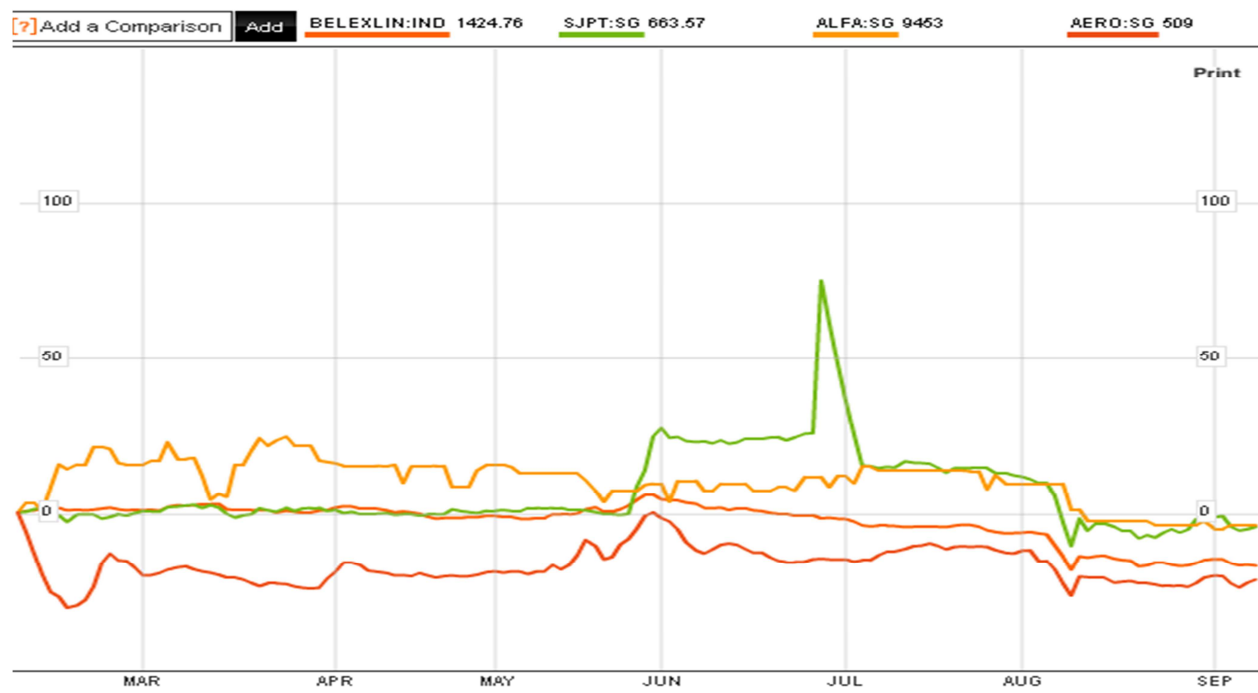
Kao što vidimo svaka kompanija ima svoje fundamentalne i tržišne – tehničke vrednosti. Profesionalno investiranje zahteva poznavanje i jende i druge vrednosti da bi investiciona odluka bila donesena. Koliko od ukupnih sredstava namenjenih investiranju treba procentualno uložiti u svaku od kompanija i kada to treba uraditi pokazuju nam rezultati fundamentalne i tehničke analize.

	simbol	broj akcija	prosečna nabavna cena *	nabavna vrednost	trenutna cena	trenutna vrednost	razlika pre troškova i poreza	troškovi trgovanja	porez na kapitalnu dobit *	razlika posle troškova i poreza	% razlika
1	SJPT	100	675	67.500	632	63.200	-4.300	1.691	0	-5.991	-8,87
2	ALFA	8	8.150	65.200	7.900	63.200	-2.000	1.665	0	-3.665	-5,62
3	AERO	105	632	66.360	494	51.870	-14.490	1.508	0	-15.998	-24,11
				199.060		178.270	-20.790	4.864	0	-25.654	12,89%

ukupan % troškova pri kupovini
ukupan % troškova pri prodaji
porez na kapitalnu dobit

1,10%
1,50%
10%





Izvor podataka: Za datu tabelu i grafičke prikaze korišćen je informacioni sofver Bloomberg i Aktiv analyst

Zaključak

Finansijska i tržišna analiza portfolio investiranja imaju ključni značaj u postupku donošenja odluka o izboru najpovoljnijih portfolio ulaganja od strane različitih portfolio investitora.

Predmet finansijske analize su finansijsko-računovodstveni izveštaji različitih kompanija čijim se akcijama trguje na finansijskim berzama. Ovi izveštaji predstavljaju verodostojan i zakonski prihvatljiv prikaz tokova poslovnih aktivnosti kompanija, čijom se analizom određuje investicioni rejting kompanija i potencijal za ulaganje portfolio investitora. Predmet istraživanja i tržišne analize su tržišne cene akcija, troškovi berzanskog trgovanja i poreski tretman kapitalnih ulaganja. Na osnovu podataka o navedenim predmetima istraživanja, daljom analizom se mogu odrediti dinamika i obim portfolio investicija u određene unapred odabrane akcije na osnovu fundamentalne finansijske analize.

Cilj finansijske analize je da fundamentalnom analizom, na osnovu racio pokazatelja, utvrdi unutrašnju, fer, vrednost akcija kompanija, odnosno utvrdi fundamentalnu finansijsku snagu i zdravlje kompanija i da uputi zeleno svetlo za potencijalna ulaganja. Na osnovu njihovog upoređivanja sa aktuelnim tržišnim cena akcija, portfolio investitori donese odluku o momentu ulaganja ili otuđenja portfolio imovine, odnosno akcija berzanskih kompanija. Cilj tržišne analize portfolio investiranja je da ukaže na njenu važnost sa stanovišta donošenja investicionih odluka potencijalnih portfolio investitora, a posebno da se osvrne na tržišnu analizu konkretnih kompanija koje učestvuju u domaćem berzanskom poslovanju. Namera je i da se pomogne pravnim licima i ostalim učesnicima portfolio investicionih aktivnosti, u sigurnijem i efikasnijem donošenju portfolio investicionih odluka i da se teorija i praksa savremenog portfolio investiranja približe potencijalnim korisnicima u Srbiji.

Racio analiza predstavlja jednu od osnovnih načina analize finansijsko-računovodstvenih izveštaja kompanija. Ona kombinuje i upoređuje različite pozicije aktive bilansa stanja, sa različitim pozicijama pasive bilansa stanja i pozicijama bilansa uspeha. Na taj način se dobijaju odnosi koji u dobroj meri prikazuju trenutnu poziciju likvidnosti, solventnosti, zaduženosti, aktivnosti i profitabilnosti kompanija. Tako dobijena trenutna finansijska pozicija kompanija predstavlja polaznu tačku u procesu odlučivanja portfolio investitora o svojim budućim ulaganjima ili povlačenjima kapitala.

Određivanje fundamentalne tržišne vrednosti kompanija i njihove zarađivačke sposobnosti u budućnosti, predstavlja osnovu za upoređivanje sa aktuelnom tržišnom vrednošću kompanija, izraženom kroz cenu akcija na berzi, na osnovu čega se odlučuje o momentu realizacije portfolio investicija.

Finansijska analiza portfolio investiranja ima veliki društveni značaj, jer je namenjena da približi i olakša investicione odluke mnogobrojnim portfolio investitorima, kako profesionalnim institucionalnim investitorima, tako i mnogobrojnim individualnim portfolio investitorima sa nižim nivoom finansijskih predznanja.

Svaki portfolio investitor treba da bude veoma oprezan u finansijskim analizama u cilju minimiziranja rizika portfolio investiranja. Pažljiva procena stanja likvidnosti, solventnosti, aktivnosti, zaduženosti i profitabilnosti kompanija uz pravilnu procenu trenutnih tržišnih

kretanja i stanja ponude i tražnje akcija, treba značajno da doprinesu ostvarivanju osnovnih ciljeva portfolio investiranja-prihodovanju kapitalne dobiti i dividendi kao prinosa na investirani kapital.

Danas postoje dve osnovne strategije portfolio investiranja, a to su diversifikovano i fokusirano investiranje. Samo diversifikovano investiranje ima svoje dve varijante, a to su aktivno upravljanje portfoliom i indeksno investiranje. Suština diversifikacije se sastoji u izboru hartija od vrednosti koje imaju nizak koeficijent korelacije, kako njihove cene ne bi reagovale na isti način na različite vesti sa finansijskog tržišta, na političke promene i promene u realnom sektoru ekonomije. Iz perspektive investitora privlačnost obe varijante strategije diversifikovanog investiranja leži u nastojanju da se kroz diversifikaciju rizik svede na najmanju moguću meru. Ulažući u hartije od vrednosti velikog broja kompanija iz različitih delatnosti i tržišnih sektora, investitori se nadaju da će se na taj način zaštititi od velikih gubitaka koji bi mogli doći ukoliko bi sav novac uložili na jedno mesto koje bi doživelo tržišnu katastrofu. Ovi investitori polaze od pretpostavke da će u normalnim uslovima vrednost nekih hartija od vrednosti iz diversifikovanog portfolia padati, ali će istovremeno vrednost drugih rasti, u nadi da će rast drugih nadomestiti pad prvih.

Menadžeri koji aktivno upravljaju diversifikovanim portfoliom, neprestano kupuju i prodaju veliki broj hartija od vrednosti. Njihov zadatak je da zadovolje svoje klijente permanentnim nadmašivanjem tržišta. Nasuprot tome, indeksno investiranje se zasniva na pasivnom pristupu „kupi-i-drži“. Ono podrazumeva prikupljanje a zatim držanje široko diversifikovanog portfolija običnih akcija, namerno sačinjenog tako da prati kretanje određene vrste indeksa, kao što je na primer Standard&Poor's 500. Indeksno investiranje, koje ne povlači ekvivalentne troškove, pokazalo se bolje od aktivnog upravljanja portfoliom na više načina. Ali, čak i najbolji indeksni fond, kada je na vrhuncu, može da ostvari samo učinak na nivou tržišta u celini. Investitori koji se oslanjaju na indekse neće podbaciti u odnosu na tržište, ali ga neće ni nadmašiti. Diversifikacija tako dugo dominira pristupom investiranju da se oguglalo na njenu neizbežnu posledicu: osrednje rezultate. I aktivna i indeksna investiciona strategija obezbeđuje diversifikaciju, ali nijedna od njih ne ostvaruje natprosečne rezultate.

Fokusirano investiranje predstavlja antitezu široko diversifikovanom portfoliju sa velikim obimom prometa. Fokusirano investiranje u portfolio hartija od vrednostimalog broja kompanija znači da treba izabrati nekoliko kompanija za koje se veruje da imaju najveću verovatnoću da ostvare natprosečnu dobit na duži rok, investirati u njihove hartije od vrednosti i skupiti hrabrost da se izdrže kratkoročne oscilacije na tržištu. U prvi plan se ne stavlja cena hartije od vrednosti, već analiza ekonomike poslovanja koja leži iza hartija od vrednosti i procena sposobnosti menadžmenta. Izabrane kompanije treba da imaju dugu istotriju odličnog učinka i stabilnog menadžmenta, a ta stabilnost ukazuje na veliku verovatnoću da će i u budućnosti ostavrivati dobar rezultat kao i u prošlosti. To je i suština fokusiranog investiranja, da se investira u kompanije sa najvećom verovatnoćom za ostvarivanje natprosečnog učinka. Iako fokusirano ulaganje, u poređenju sa svim aktivnim investicionim strategijama ima najbolje šanse da s vremenom nadmaši indeksnu dobit ono zahteva od investitora da se stpljivo drži svog portfolia, i onda kada se čini da su druge strategije uspešnije. Na cenu akcija na kraći rok mogu uticati promene kamatnih stopa,

inflacija ili očekivanje skorije dobiti kompanije. Ali, kako se vremenski rok produžava, cenom akcije sve više dominira ekonomika poslovanja koja stoji iza tih hartija od vrednosti.

Pravilnatržišnaportfolioanaliza

je preduslov zadonošenje odluka potencijalnih portfolio investitora o mogućem ulaganju i ostvarivanju najvećem mogućem dobiti, što je cilj investiranja svakog portfolio investitora.

Generalna hipoteza rada da su finansijski izveštaji kompanija, njihova fundamentalna, racio analiza i tržišna portfolio analiza kompanija čijim se akcijama trguje na berzi kao i njihova interpretacija sa stanovišta potencijalnih investitora, značajan segment procesa donošenja odluke portfolio investitora o mogućem ulaganju, otvaranju, zatvaranju, proširenju ili sužavanju investicionog portfolia, potvrđena je i sa teorijskog stanovišta i sa aspekta praktičnog primera finansijske analize tri relevantne kompanije čijim se akcijama trguje na Beogradskoj berzi i u čijem je poslovanju zastupljeno portfolio investiranje.

Takođe su potvrđene i posebne hipoteze rada koje se odnose na racio pokazatelje likvidnosti, solventnosti, zaduženosti, aktivnosti i profitabilnosti, kako u teorijskom delu, tako i na praktičnom primeru racio analize kompanija „Alfa plam“ a.d. Vranje, Aeorodrom „Nikola Tesla“ a.d. Beograd i „Sojaprotein“ a.d. Bečej, kao i posebne hipoteze rada koje se odnose na dve osnovne strategije investiranja, diversifikovano i fokusirano investiranje, varujante aktivnog i indeksnog diversifikovanog investiranja i fokusiranog investiranja kao njihove antiteze.

Pokazano je da su za potrebe fundamentalne portfolio analize relevantni racio pokazatelji likvidnosti, solventnosti, zaduženosti, aktivnosti i profitabilnosti.

Dokazano je da racio pokazatelj likvidnosti pokazuje sposobnost kompanije da plaća dospele obaveze, uz istovremeno održavanje potrebnog obima i strukture obrtnih sredstava i očuvanje dobrog poslovnog i kreditnog boniteta. Pokazano je kako ovaj racio pokazatelj znatno utiče na određivanje cene akcija koju su spremni da plate portfolio investitori.

Hipoteza da racio solventnosti pokazuje dugoročnu finansijsku stabilnost, odnosno sigurnost kompanije dokazana je činjenicama da se u osnovi ovog racia nalazi zahtev da stalna imovina bude finansirana prevashodno iz sopstvenog kapitala. Pokazano je na primeru tri analizirane kompanije da ovaj racio pokazatelj bitno utiče na odluku portfolio investitora da li da ulažu u akcije određene kompanije ili da se eventualno povuku iz takve investicije ukoliko se u njoj nalaze.

Na konkretnom istraživanju je dokazano da racio pokazatelji zaduženosti koji pokazuju odnos između pozajmljenih i sopstvenih izvora finansiranja, imaju važnu ulogu za realnu procenu vrednosti imovine kompanija u čije akcije može potencijalno da se investira, kao i za određivanje realne cene njihovih akcija.

Potvrđeno je da pokazatelji aktivnosti kompanija ili koeficijenti obrta poslovnih sredstava, nagoveštavaju zarađivačku sposobnost kompanija i na osnovu toga buduća kretanja cena njihovih akcija, što je značajno za procenu portfolio investitora o isplativosti kupovine ili prodaje akcija po trenutnim tržišnim cenama. Ovi pokazatelji su u konkretnim slučajevima izvedeni stavljanjem u odnos prihoda i troškova, s jedne i pojedinačnih i ukupnih ulaganja u poslovna sredstva, s druge strane.

Kao finalni faktor odluke o izboru portfolio investicije, pokazan je racio pokazatelj profitabilnosti koji služi za kontrolu jednog od ključnih parametara i ciljeva poslovanja kompanija – maksimizaciju profita u odnosu na uloženi kapital. U prilog ove hipoteze govore

činjenice da ovaj racio u najvećoj meri pokazuje portfolio investitorima finansijsku snagu kompanija, potencijal za isplatu dividendi i mogućnost budućih kretanja cena akcija, odnosno mogućnost kapitalnog dobitka ili gubitka. Na primeru tri analizirane kompanije je pokazan mogući uticaj ovog racija na odluku potencijalnih portfolio investitora o ulaganju, otvaranju, zatvaranju, proširenju ili sužavanju investicionog portfolia.

Kao autorov doprinos unapređenju praktične i teorijske misli iz ove oblasti, prikazana je autorova ideja o primeni tri ključa za uspešno investiranje, fundamentalnog ključa, tehničkog ključa i psihološkog ključa.

Na praktičnom primeru, u radu su prikazane dve osnovne strategije investiranja kao osnova za tržišnu analizu portfolio investiranja. Prikazan je primer ravnomernog, neponderisanog, diversifikovanog investiranja u akcije indeksne korpe Belex 15, sa Beogradske berze i primer fokusiranog investiranja u tri odabrane akcije, Soja protein ad. Bečej, Alfa Plam ad. Vranje i Aerodrom Nikola Tesla ad. Beograd, za koje se predpostavilo da imaju jake fundamente. Neočekivano, za ovakva dva različita pristupa investiranju, odnosno kreiranju investicionog portfolija, dobijeni su približno isti krajni rezultati koji pokazuju sličan pad tržišne vrednosti. Razlog za dobijanje ovakvog rezultata treba potražiti u neefikasnosti domaćeg tržišta kapitala. Pre svega to se odnosi na prvi preduslov efikasnog funkcionisanja tržišta kapitala a to je likvidnost. Beogradska berza kao organizovano tržište kapitala na kome se trguje hartijama od vrednosti, već godinama boluje od hronične nelikvidnosti. U vreme velikih tržišnih oscilacija, vrednost kompanija se nije drastično menjala. S toga se može doći do zaključka da su tržišna i fundamentalna vrednost kompanija imale potpuno odvojana kretanja kroz različite vremenske periode posmatranja i da je stoga za ocenu pravih rezultata i efekata fundamentalne strategije investiranja u poređenju sa diversifikovanom strategijom investiranja na Beogradskoj berzi, potreban mnogo duži vremenski horizont analize, od posmatrane tri godine.

Literatura

- [1] Adžić S., *Privredni sistem i ekonomska politika*, Ekonomski fakultet u Subotici, Univerzitet u Novom Sadu., 2006.
- [2] Bjelica V., *Bankarstvo – teorija i praksa*, Stylos, Novi Sad, 2005.
- [3] Bjelica V., Raičević B., Radičić M., Radmilović S., Babić B., *Finansije – teorija i praksa*, Stylos, Novi Sad, 2006.
- [4] Brzaković T., *Tržište kapitala teorija i praksa*, Čugura print, Beograd, 2007.
- [5] Ćirović M., *Finansijska tržišta*, Naučno društvo Srbije, Beograd, 2007.
- [6] Dugalić V., *Cene akcija*, Stubovi kulture, Beograd, 2001.
- [7] Erić D., *Finansijska tržišta i instrumenti*, Čigoja štampa, Beograd, 2003.
- [8] Hadžić M., *Bankarstvo*, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2008.
- [9] Hegstrom R., *Voren Bafet za sva vremena*, Plato, Beograd, 2006.
- [10] Homburg C., Kuester S., Krohmer H., *Marketing Management: A Contemporary Perspective*, McGraw-Hill, London, 2008.
- [11] Ivaniš M., *Uvod u korporativne finansije i tehnike upravljanja korporativnim finansijama*, Univerzitet Singidunum, Beograd.
- [12] Jeremić. Z., *Finansijska tržišta*, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2010.
- [13] Klasens R., *Marketing u finansijskim uslugama*, Udruženje banaka Srbije, Beograd, 2007.
- [14] Knežević G., *Analiza finansijskih izveštaja*, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2009.
- [15] Kotler P., Keller K. L., *Marketing menadžment*, Data Status, Beograd, 2006.
- [16] Krasulja D., Ivanišević M., *Poslovne finansije*, Ekonomski fakultet, Beograd, 2001.
- [17] Krneta S., *Portfolio hartija od vrednosti i strategije upravljanja portfoliom*, Beogradska berza, Beograd, 2006.
- [18] Mastnak S., Lakić D., *Kako do zarade na berzi*, Pro Educa, 2008.
- [19] Mašić B., *Strategijski menadžment*, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2009.
- [20] Milosavljević M., *Marketing usluga*, Savremena administracija, Beograd, 2003.
- [21] Miljević M., *Metodologija naučnog rada*, Univerzitet u Istočnom Sarajevu, Filozofski fakultet, Pale, 2007.
- [22] Šoškić D., *Hartije od vrednosti: upravljanje portfoliom i investicioni fondovi*, Ekonomski fakultet, Beograd, 2007.
- [23] Stanišić M., *Metodologija revizije*, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2009.

- [24] Stanišić M., *Revizija*, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2009.
- [25] Stevanović N., Malinić D., *Upravljačko računovodstvo*, Ekonomski fakultet, Beograd, 2003.
- [26] Sutton D., Klein T., *Enterprise marketing management*, John Wiley & sons, New York, 2003.
- [27] Štimac M., *Osnove berzanskog poslovanja*, Beograd, 2005.
- [28] Vasiljev S., Miljković M., *Marketing*, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2006.
- [29] Veljković S., *Marketing usluga*, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, Beograd, 2006.
- [30] Živković J., *Marketing u finansijama i berzanskom poslovanju*, Beogradska berza, Beograd, 2007.

Internet adrese i izvori:

- [31] www.belex.rs – Beogradska berza
- [32] www.finansije.net
- [33] www.nbs.rs – Narodna banka Srbije
- [34] www.apr.gov.rs – Agencija za privredne registre
- [35] www.bloomberg.com – Informacioni sistem
- [36] www.aktivfs.com – AktivFinacial System doo.