



UNIVERZITET SINGIDUNUM
DEPARTMAN ZA POSLEDIPLOMSKE STUDIJE I MEĐUNARODNU SARADNJU

**Analiza privrednog društva Air Serbia pre i posle
strateškog partnerstva sa Etihad Airways
avio-kompanijom i projekcija za budući period**

-master rad-

Mentor:

Prof. dr Nemanja Stanišić

Autor:

Nemanja Milojević

Beograd, 2017.

Sadržaj

Uvod	4
Predmet istraživanja.....	4
Ciljevi istraživanja	5
Metode i tehnike istraživanja	5
Hipoteza istraživanja.....	5
Struktura rada.....	6
1 Karakteristike društva Air Serbia	7
1.1 Osnovne informacije o Air Serbia.....	7
1.2 Računovodstvene politike društva (preuzeto iz napomena uz finansijske izveštaje).....	11
1.3 Revizorski izveštaji	16
2 Marketing miks privrednog društva.....	17
3 Analiza finansijskih izveštaja Air Serbia	24
3.1 Racio analiza	25
3.2 Finansijski racio pokazatelji.....	27
3.3 Analiza osnovnih pokazatelja.....	29
3.4 Racio zaduženosti.....	33
3.5 Racio likvidnosti	34
3.6 Racio profitabilnosti.....	36
3.7 Analiza gotovinskih tokova.....	38
3.8 DuPont analiza	40
3.9 Ostali pokazatelji.....	41
4 Kreditna analiza – Air Serbia	43
4.1 Z – skor za privatna privredna društva.....	43
4.2 Z – skor za industrijska društva i društva koja posluju na tržištima u razvoju	44
4.3 Prilagođeni Z – skor model	45
5 Rizik	46

5.1	CAPM Model	46
5.2	Bez rizična stopa	47
5.3	Beta koeficijent	48
5.4	Premija rizika	48
5.5	Korigovanje beta koeficijenta za efekat leveridža tj. levered vs unlevered beta	48
6	Projekcija za budući period.....	49
6.1	Projekcija bilans uspeha	49
6.2	Projekcija bilans stanja.....	52
6.3	Projekcija novčanih tokova	52
6.4	Projekcija rizika.....	55
6.5	Rezultat projekcije.....	56
Zaključak		57
Literatura.....		59
Prilozi		62

Uvod

Analiza finansijskih izveštaja pomaže da se sagleda finansijsko zdravlje jedne kompanije, a u ovom slučaju, to je finansijsko zdravlje nacionalne avio-kompanije u Republici Srbiji – Air Serbia AD Beograd. Državu i njene organe, vlasnike, poverioce, dobavljače, banke, zaposlene, i ostale stejkholdere zanima finansijsko zdravlje kompanije.

Za potrebe ovog rada, glavni finansijski izveštaji koji se koriste su bilans stanja, bilans uspeha, uz dodatak bilansa neto novčanih tokova, statistički aneks sa napomenama. Uz to, još koristimo i racio analizu, u sklopu studije slučaja, koja obuhvata analizu osnovnih pokazatelja, racio zaduženosti, racio likvidnosti, racio profitabilnosti, DuPont analizu, analizu gotovinskih tokova, analizu ostalih racia i kreditnu analizu.

Na osnovu pomenutih pokazatelja mogu se doneti određeni zaključci o avio-kompaniji tj. o njenom finansijskom zdravlju u 2011., 2012., 2013. i 2014. godini. Za potrebe obračuna vrednosti racio pokazatelja korišćen je Microsoft Excel, a formule po kojima su obračuni izvedeni su prikazane u radu.

Predmet istraživanja

Analiziramo poslovanje kompanije Air Serbia od 2011. do 2014. godine, Sa tim što se stavlja glavni akcenat na godine 2012. i 2014. tj. na godine pre i nakon strateškog partnerstva sa kompanijom Etihad Airways sa kojom je sklopila strateško partnerstvo 2013. godine.

Svrha analize finansijskih izveštaja jeste da se ocene finansijske performanse kompanija, a sama analiza finansijskih izveštaja je trenutno aktuelna tema u Republici Srbiji i postoji veliki broj radova koji se odnose na nju, uključujući i naučne radove koji prikazuju komparativnu analizu performanse.

Ciljevi istraživanja

Ovaj rad ima dva cilja: naučni i društveni. Naučni cilj se sastoji u sistematičnom prikazu postupka analize poslovanja avio-kompanije na bazi javno dostupnih podataka iz finansijskih izveštaja. Imajući u vidu da je Air Serbia AD Beograd jedina avio-kompanija u Republici Srbiji, društveni cilj rada je da ukaže na aktuelno stanje ove kompanije, mogućnosti za unapređenje i da pruži odgovore na pitanje da li je ulazak u strateško partnerstvo uticao pozitivno na finansijske i ekonomske performanse avio-kompanije.

Metode i tehnike istraživanja

Osnovne metode koje se primenjuju u radu jesu metoda analize, indukcije i dedukcije. Od opštenaučnih metoda u radu se primenjuju kvantitativni modeli i vremenske serije istraživanja (4 godine), a od posebnih metoda koristi se metoda studije slučaja. Takođe u ovom radu se dodatno koristi dostupna literatura, knjige, stručna literatura, naučni radovi, kao i internet izvori. Podaci koje u radu koristimo su prikazani na zvaničnom sajtu Agencije za privredne registre.

Hipoteza istraživanja

Glavna hipoteza: Kroz analizu finansijskih izveštaja, dobićemo odgovor na pitanje da li je nacionalni avio prevoznik bolje ekonomsko-finansijski poslovao pre ili posle strateškog partnerstva sa kompanijom Etihad Airways. Godine koje su važne za posmatranje su 2012. i 2014. godina, pa u zaključku rada dobićemo odgovor na ovo pitanje.

Struktura rada

U uvodnom delu rada prikazana su predmet, ciljevi, metode i tehnike istraživanja o Air Serbia.

1. Rad se sastoji iz pet glava. Prva glava rada se odnosi na karakteristike društva Air Serbia – osnovne informacije o društvu, glavne informacije iz napomena uz finansijske izveštaje i revizorski izveštaji.
2. Drugi deo rada se odnosi na marketing miks privrednog društva gde se analiziraju proizvod, cena, distribucija i promocija.
3. Treća glava se odnosi na analizu finansijskih izveštaja kompanije Air Serbia¹, zajedno sa racio analizom i analizom finansijskih pokazatelja za 2011., 2012., 2013. i 2014. godinu.
4. Četvrti deo rada obuhvata kreditnu analizu kompanije Air Serbia² za 2014. godinu.
5. U petom delu rada prikazan je CAPM model, njegove komponente, kao i finansijski leveridž.
6. Peti deo prikazuje projekciju najvažnijih stavki za naredni period.

¹ Korišćen je sadašnji naziv kompanije

² Korišćen je sadašnji naziv kompanije

1 Karakteristike društva Air Serbia

Prva glava rada se odnosi na privredno društvo Air Serbia u kojoj će se dati osnovni podaci o društvu Air Serbia od istorijata pa sve do danas, odnosno do strateškog partnerstva srpskog privrednog društva Jat Airways sa kompanijom Etihad Airways, koja se danas naziva Air Serbia.

1.1 Osnovne informacije o Air Serbia

Srbija ima sadržajnu i dugu tradiciju u razvitku avijacije u najširem smislu reči, i vazdušnog saobraćaja posebno. Spada u malobrojne zemlje koje su od samog početka globalnog avio saobraćaja bile aktivno uključene u njegov razvitak, i dalju primenu kako u vojnom, tako i u civilnom saobraćaju. Za vreme postojanja privrednog društva Jat Airways društvo je poslovalo sa gubitkom nekoliko godina pre nego što je došlo do strateškog partnerstva sa kompanijom Etihad Airways. Od 1992. godine nisu vraćani ni stari krediti za kupljene avione (embargo), kao ni nagomilane obaveze koje nije bilo moguće izmiriti iz tekućeg poslovanja. Jat Airways je 2008. godine, tražio pozajmicu od Vlade Republike Srbije za koju garantuje svojom imovinom u Srbiji, kao i u inostranstvu. Takođe, Evropska Unija je donela regulativu, u kojoj se kaže, da Jat Airways nema više pravo na subvencije iz budžeta. Prinuđena na ovakav potez, domaća avio-kompanija je primorana da traži bankarsku garanciju za dugoročni kredit od banke ili pak pozajmicu za koju garantuje svojom imovinom. Glavni razlozi za dosadašnje loše poslovanje privrednog društva jesu ti što je Jat staromodno, organizacijsko privredno društvo koje nema naročito kvalitetnu uslugu, nema adekvatnu promociju i, samim tim, nije se pozicioniralo u svesti potrošača.

Air Serbia oličava našu državu kao i nacionalnu avio-kompaniju Republike Srbije. Pun naziv društva je Air Serbia AD Beograd i ono je osnovano 1927. godine pod nazivom „Aeropot“. Dana 27. aprila 1948. godine Aeropot je ustupio mesto Jugoslovenskom aerotransportu koje od 1992. godine posluje kao javno privredno društvo za vazdušni saobraćaj Jugoslovenski Aerotransport, a od februara 2003. godine društvo menja naziv u Jat Airways. U julu 2012. godine ovo društvo postojе akcionarsko društvo za vazdušni saobraćaj Jat Airways. Od 1961. godine društvo je član svetske vazduhoplovne asocijacije (IATA -

International Air Transport Association). A već od 1971. godine postaje član i Evropske avio asocijacije (AEA - Association of European Airlines). Primarna delatnost društva je prevoz robe i putnika u redovnom i čarter saobraćaju. Osim ove primarne delatnosti, društvo se još bavi i školovanjem letačkog i ostalog vazduhoplovnog osoblja, najamom kapaciteta i pratećih usluga.

Dana 1. avgusta 2013. godine došlo je do strateškog partnerstva između nacionalne avio-kompanije Etihad Airways i Jat Airways, gde Etihad Airways postaje vlasnik 49% akcija u Jat Airways, dok se Jat Airways preimenuje u Air Serbia. Etihad Airways i Vlada Republike Srbije obavezali su se da ulože po 40 miliona američkih dolara, kao i da obezbede dodatna sredstva u maksimalnom iznosu od po 60 miliona dolara.

Oksford Ekonomiks, koja je vodeća međunarodna konsultantska kuća koja se bavi ekonomskim predviđanjima i kvantitativnom analizom, predviđa da će Air Serbia prevesti oko 2,5 miliona putnika u i iz Srbije tokom 2015. godine, kao i iz brojnih tržišta, uključujući zemlje širom Evrope i Bliskog istoka. Oksford Ekonomiks ističe da ekonomski uticaj jedne avio-kompanije uveliko prevazilazi oblast operativnog delovanja. Usluge koje pruža olakšavaju čitav niz ekonomskih aktivnosti u lokalnoj i globalnoj ekonomiji – od početka poslovnih interakcija, do omogućavanja dolaska direktnih stranih investicija, pa sve do podsticanja razvitka trgovine i turizma. Ovaj specifičan uticaj može se meriti ukupnim doprinosom vazdušnoj povezanosti kao ključnom pokretaču ekonomskog rasta i razvoja, čime se olakšava učešće zemlje u globalnoj ekonomiji.

Tabela 1 – Osnovni podaci o Air Serbia privrednom društvu u 2014. godini

Poslovno ime:	Akcionarsko društvo za vazdušni saobraćaj Air SERBIA Beograd
Matični broj:	7044275
Adresa:	Juriša Gagarina 12, Novi Beograd
PIB:	100001765
Status obveznika:	Aktivno privredno društvo

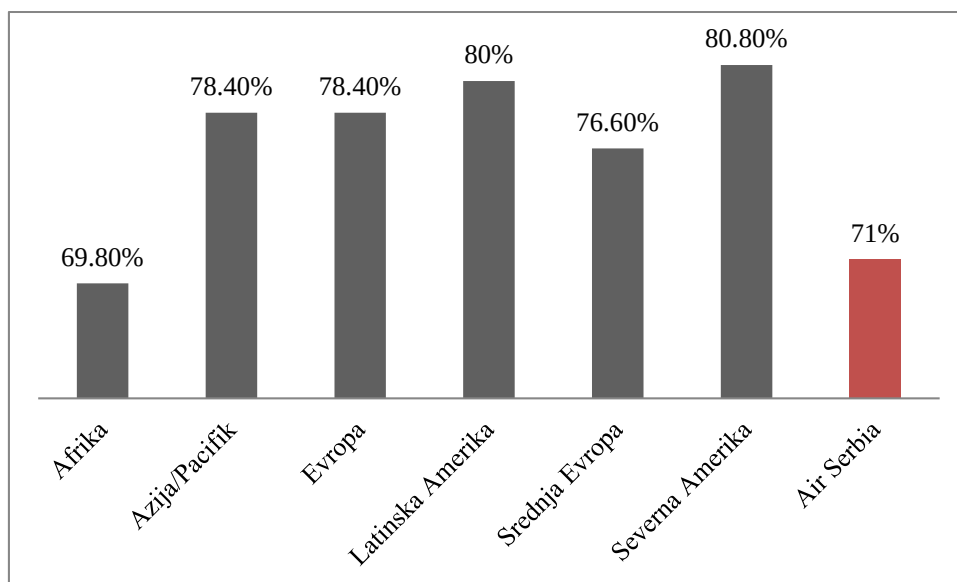
Izvor: Dostupno na www.apr.gov.rs – Napomene, preuzeto dana 01.03.2016.

Avio-kompanija 2015. godine je prevezla 2,55 miliona putnika, što čini povećanje od 11 procenata u odnosu na prethodnu godinu. Takođe, imamo i značajan doprinos u ostvarenju rekordnih operativnih rezultata domaćeg aerodroma (Aerodroma Nikola Tesla). Tokom 2014. godine, Air Serbia se može pohvaliti da je unapredila svoju regionalnu mrežu linija, i da je

obavila 32.384 leta, na kojima je pređeno 29,5 miliona kilometara, uz uključivanje i sezonskog čarter leta Aviolet.

Princip po kojim Air Serbia izračunava prevoz putnika je PLF (Passanger load factor). On se izračunava tako što se ukupni broj raspoloživih sedišta pomnoži sa ukupnim brojem pređenih kilometara (ASK – Available seat kilometers). PLF je povećan za tri procentna poena, i iznosi 3,65 milijardi, što je 71%, u odnosu na 2014. godinu gde je procenat bio 67. Naredni dijagram prikazuje uporedni prikaz privrednog društva Air Serbia i prevoznika iz drugih zemalja.

Dijagram 1 – Faktor opterećenja putnika (PLF)



Izvor: Izrada autora prema: www.statista.com/statistics/234955/passenger-load-factor-plf-on-international-flights/, preuzeto dana 19.05.2016.

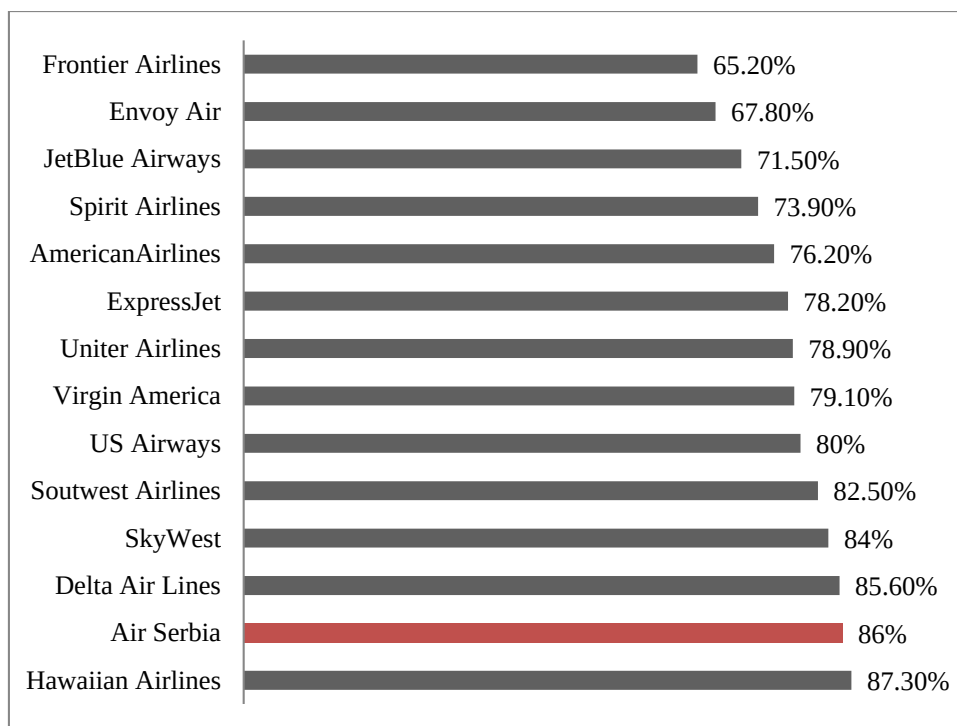
Na dijagramu se vidi da je Air Serbia na jako dobroj poziciji u odnosu na druge avio kompanije iz zemalja širom sveta (prosečno).

Imamo i kategoriju poletanje letova na vreme (OTP – On time performance) i to se odnosi na poletanje koje se vrši do 15 minuta od zakazanog vremena polaska. Air Serbia sa Aerodroma Nikola Tesla u 2015. godini pokazuje da je u 86 posto slučajeva izvršila OTP, za

razliku od 2014. godine u kojoj je taj procenat iznosio 84 procentna poena. Takođe, vidimo i ovaj napredak u nekašnjenju što je izuzetno pohvalno.

Naredni dijagram prikazuje kako se privredno društvo Air Serbia pozicionira u odnosu na druge avio-kompanije kada je u pitanju poletanje letova na vreme.

Dijagram 2 – Poletanje letova na vreme



Izvor: Izrada autora prema: www.cbsnews.com/news/how-do-airlines-rank-in-on-time-performance/, preuzeto dana 19.05.2016.

Na osnovu dijagrama se vidi da je privredno društvo Air Serbia na jako visokoj poziciji, u odnosu na druge strane avio-kompanije što se tiče prosečnog poletanja na vreme. Takođe ovaj dijagram pokazuje i mnoge jače kompanije u poređenju sa Air Serbia-om što znači da društvo ima izuzetno veliki potencijal napretka.

1.2 Računovodstvene politike društva (preuzeto iz napomena uz finansijske izveštaje)

Društvo sastavlja evidenciju i izrađuje pojedinačne finansijske izveštaje u saglasnosti sa važećim Zakonom o računovodstvu (Službeni glasnik RS 62/2013) i ostalom primenljivom zakonskom i podzakonskom regulativom u Republici Srbiji.

Za vođenje, priznavanje, prezentaciju, vrednovanje kao i obeldavanje pozicija u finansijskim izveštajima društvo, kao veliko pravno lice, je u obavezi da primenjuje Međunarodne standarde finansijskog izveštavanja (MSFI) koji u smislu Zakona o računovodstvu podrazumevaju sledeće: Okvir za pripremanje i prikazivanje finansijskih izveštaja, Međunarodni računovodstveni standardi (MRS), Međunarodni standardi finansijskog izveštavanja (MSFI), i sa njima povezana tumačenja, koja su izdata od komiteta za tumačenje računovodstvenih standarda (IFRIC), kao što imamo naknadne izmene tih standarda i sa njima povezana tumačenja, koji su odobreni od odbora za međunarodne računovodstvene standarde (Odbor), čiji prevod je utvrdilo i objavilo ministarstvo nadležno za poslovne finansije (Ministarstvo finansija).

Republika Srbija ima računovodstvene propise koji mogu odstupati od zahteva MSFI koji može imati ogroman uticaj na objektivnost i realnost datih finansijskih izveštaja društva. Dodatno, finansijski izveštaji ne mogu se smatrati finansijskim izveštajima ukoliko su sastavljeni u potpunoj saglasnosti sa MSFI na način kako je to određeno odredbama MRS 1 - „Prezentacija finansijskih izveštaja“. Takođe da bi bili validni, finansijski izveštaji moraju biti sastavljeni u formatu propisanom Pravilnikom o sadržini i formi obrazaca finansijskih izveštaja za privredna društva, zadruge, banke, osiguravajuća društva, druga pravna lica i preduzetnike (Službeni glasnik RS br 95/2014, 144/2014), koji se primenjuju počevši od sastavljanja finansijskih izveštaja za 2014. godinu. Što se tiče Air Serbia, generalni direktor je odobrio finansijske izveštaje na dan 27.02.2015.

Finansijski izveštaji su izrađeni na osnovu načela prvobitne (istorijske) vrednosti. Oni su iskazani u dinarima (RSD), i to je valuta društva u kojoj se sastavljaju izveštaji. Takođe, u Republici Srbiji to je zvanična valuta svih društva u sastavljanju finansijskih izveštaja. Svi iznosi koji se tu nalaze su iskazani u dinarima, a zaokruženi su u hiljadama, osim ako nije drugačije naznačeno.

Finansijski izveštaji u napomenama prikazuju pojedinačne finansijske izveštaje društva. Oni nisu konsolidovani finansijski izveštaji, ukoliko ima sledećih povezanih pravnih lica, u kojima društvo ima sledeći procenat vlasništva:

- Air Serbia Ground Services d.o.o. Beograd -100%;
- AeroMak dooel Skoplje, Makedonija – 100%;
- Priština Air d.o.o. Priština, Srbija – 100%;
- Aviation Trade International Limited London, Velika Britanija – 100%;
- Air Serbia Catering d.o.o. Beograd – 100%;
- Amadeus d.o.o. Beograd – 75%;³
- Air Srpska d.o.o. Banja Luka, Republika Srpska – 50%;
- Eagle Travel Services d.o.o. Beograd – 100%.

Matično društvo nije konsolidovalo finansijske izveštaje povezanih pravnih lica budući, da je u obavezi da sastavlja i konsolidovane finansijske izveštaje povezanih pravnih lica. Ovo se da videti i u zakonskim propisima. Pošto matično društvo, nije sastavilo konsolidovane finansijske izveštaje, u ovom radu se analiziraju pojedinačni finansijski izveštaji društva od 2011. godine do 2014. godine.

Pojedinačni finansijski izveštaji koji su pripremljeni od strane rukovodstva u skladu sa načelom stalnosti poslovanja, podrazumevaju da će društvo nastaviti da posluje u doglednoj budućnosti, i nastavlja svoje poslovanje minimum u roku od jedne godine do datuma bilansa stanja. Stanovište rukovodstva odražava sadašnje i buduće finansijske rezultate i ugovorom definisano finansijsko restrukturiranje bilansa stanja društva koje je izvršeno u 2014. godini.

Sva monetarna sredstva, kao i obaveze, prikazane su u stranoj valuti i zatim prevedena u funkcionalnu valutu RSD po važećem kursu na datum izveštavanja. Isti slučaj vidimo i kod nemonetarnih sredstava i obaveza koje se vode po istorijskim troškovima utvrđenim na dan konvertovanja iznosa u stranoj valuti po važećem kursu transakcije.

Prihodi od prodaje usluga prevoza putnika i robe kako u redovnom tako i čarter saobraćaju priznaju se kao prihodi od prodaje na mestu koje je krajnje odredište leta dok se povratni deo avio karte razgraničava do momenta povratnog leta. Putničke avio karte i tovarni listovi za prevoz robe koji nisu iskorišćeni se klasifikuju u bilansu stanja u okviru

³ Društvo Air Serbia ima 75% u društvu Amadeus d.o.o. Beograd, i to je prikazano u ugovoru.

tekućih obaveza kao primljeni avansi. Neiskorišćeni kuponi se priznaju kao prihodi u skladu sa uslovima iz avio karte i istorijskim trendovima. Ostali poslovni prihodi se priznaju nakon što je relevantna usluga pružena ili kada su svi rizici i/ili koristi vlasništva preneti na kupca.

Društvo ima program lojalnosti kupaca u skladu sa kojim se kupcima dodeljuju milje, što im daje pravo na kupovinu avio karata od Društva. Fer vrednost primljene naknade ili potraživanja vezano za inicijalnu prodajnu transakciju je zasnovana na prodatim miljama. Iznos koji se alocira na milje se procenjuje na osnovu fer vrednosti prava na kupovinu avio karata. Fer vrednost milja se procenjuje na osnovu fer vrednosti nagrade za koju one mogu da se zamene.

Donacije koje predstavljaju potraživanja za nadoknadu troškova ili gubitaka koji su već nastali, ili sa druge strane pružanja neposredne finansijske podrške društvu, bez povezane buduće obaveze, priznaju se u bilansu uspeha zavisno od perioda u kome su postale potraživanja. Donacije kojima se Društvu nadoknađuju troškovi koji će tek nastati se početno priznaju u izveštaju o finansijskoj poziciji kao razgraničeni prihodi. Nakon početnog priznavanja, takve donacije se isknižavaju i knjiže u korist bilansa uspeha na sistematičan način u periodu u kome se priznaju povezani troškovi. U situacijama kada nije precizno definisan period u kome se priznaju prihodi povezani sa državnim davanjima, priznavanje prihoda od državne pomoći je zasnovano na definisanim uslovima u relevantnom ugovoru između akcionara.

Finansijski prihodi i rashodi se sačinjavaju se od troškova kamata na zajmove koji se obračunavaju po metodi efektivne kamatne stope, prihoda od kamata na plasmane i oročena depozitna sredstva, kao i od pozitivnih i negativnih kursnih razlika. Prihodi od kamata se računaju u bilansu uspeha po obračunskom principu, uz upotrebu metoda efektivne kamatne stope. Po osnovu preračuna sredstava i obaveza u stranoj valuti razlikujemo pozitivne i negativne efekte, koji se prikazuju po neto principu kao finansijski rashodi ili finansijski prihodi. Oni su u zavisnosti od kretanja na neto poziciji deviznih sredstava, pa mogu biti pozitivna ili negativna. Dok se troškovi pozajmljivanja, direktno ne odnose na izgradnju, nabavku ili izradu kvalifikovanog sredstva, ali se računaju u bilansu uspeha po metodi efektivne kamatne stope.

Nederivatna finansijska sredstva se sastoje od kredita i potraživanja i gotovine i gotovinskih ekvivalenata. Društvo početno priznaje kredite i potraživanja na datum njihovog nastanka. Sva ostala finansijska sredstva se početno priznaju na datum trgovanja što je datum

kada je društvo postalo ugovorna strana u ugovornom odnosu vezanom za finansijski instrument. Finansijska sredstva kao što su potraživanja i krediti nisu kotirana na aktivnom finansijskom tržištu i određuju se odredivim ili fiksnim isplatama. Ova sredstva početno se vrednuju po fer vrednosti uvećanoj za neposredno pripisane troškove transakcije. Nakon otpočetog priznavanja, potraživanja i zajmovi procenjuju se korišćenjem metoda efektivne kamatne stope, u skladu sa nastalom amortizacijom. Ukoliko postoji gubitak, umanjuju se po osnovu obezvređivanja. Potraživanja i kredite čine: potraživanja od kupaca, dugoročni garantni depoziti, beskamatni stambeni krediti koji su odobreni zaposlenima, ostala potraživanja i gotovina i gotovinski ekvivalenti.

U gotovinu i gotovinske ekvivalente spadaju sva sredstva koja stoje na tekućim računima, gotovina i sva druga sredstva sa visoko likvidnim plasmanima. Uz uslov da moraju biti sa kraćim rokom dospeća od 90 dana ili manje, i koja se mogu pretvoriti u gotovinu vrlo lako, a nose beznačajan rizik od promene vrednosti.

Nederivatne finansijske obaveze računaju se početno po fer vrednosti, i dodatno pripisivajući transakcione troškove ako su nastali u tom obračunskom periodu. Nakon toga, sledi priznavanje finansijskih obaveza koje se odmeravaju po amortizaciji uz korišćenje metoda efektivne kamatne stope. Prestanak priznavanja finansijskih obaveza društvo vrši kada su sve ugovorne obaveze ispunjenje, istekle ili ukinute, ili kada postoji zakon u kome je društvo oslobođeno od odgovornosti za obavezu, od strane poverioca, ili po zakonskom osnovu. Obaveze koje su nastale kao zajam, finansijski lizing, obaveze prema dobavljačima, obaveze po osnovu kredita ili ostale obaveze nazivaju se nederivatne obaveze.

Iznos po kome može obaveza izmirena ili sredstvo razmenjeno naziva se fer vrednost finansijskih sredstava. Naravno sve uz saglasost između voljnih i obaveštenih strana u okviru transakcije. Amortizacija finansijskog sredstva je iznos po kome se sva sredstva početno vrednuju, uz umanjenje za otplatu glavnice, a sa druge strane može biti uvećana ili umanjena za nastalu amortizaciju u toku korišćenja metode efektivne kamatne stope.

Pri sastavljanju finansijskih izveštaja, rukovodstvo društva koristi određene procene i pretpostavke koje kasnije utiču na vrednosti sredstava, obaveza, prihoda, rashoda, i potencijalne obaveze koje su u finansijskim izveštajima na završetku jednog izveštajnog perioda. Jedna od značajnih stavki računovodstvene politike jeste amortizacija. Ovo društvo amortizuje nematerijalna ulaganja, građevinske objekte i postrojenja i alat i inventar.

Nematerijalna ulaganja imaju vek od 99 godina trajanja i amortizuju se po stopi od 1%. Građevinski objekti i postrojenja imaju različite vekove trajanja i različite stope amortizacije:

- Građevinski objekti visokogradnje i niskogradnje arminirano betonske konstrukcije imaju vek od 40 godina i stopu amortizacije od 2,5%;
- Građevinski objekti visokogradnje i niskogradnje od metala imaju vek od 33,33 godine i amortizuju se po stopi od 3%;
- Građevinski objekti visokogradnje i niskogradnje od drveta imaju vek od 20 godina i amortizuju se po stopi od 5%.
- Ostali građevinski objekti imaju vek od 10 godina trajanja i amortizuju se po stopi od 10%.

Oprema se amortizuje na drugačiji način i ima različite vekove trajanja:

- Mašinska oprema ima vek od 6,67 godina i amortizuje se po stopi od 15%;
- Funkcionalna oprema ima vek od 6,67 godina i amortizuje se po stopi od 15%;
- Ostala oprema se amortizuje po različitim stopama i ima različite vekove trajanja.

Alat i inventar ima vek trajanja od jedne godine i amortizuje se po stopi od 100%.

Finansijska sredstva u kojima imamo raspodelu po fer vrednosti, nazivaju se finansijska sredstva. Ona mogu biti, dobici i gubici, potraživanja i krediti, finansijska sredstva namenjena prodaji ili plasmani koji se drže do roka dospeća. Početno priznavanje finansijskih sredstava se vrši po fer vrednosti koja su uvećana za troškove transakcije. Takođe, društvo vodi sortiranje svih svojih finansijskih sredstava nakon početnog priznavanja, i ukoliko je moguće, vrši procenjivanje njihove klasifikacija na dan bilansa stanja. Što se tiče potraživanja i kredita, oni se svrstavaju u neizvedena finansijska sredstva. Ona nisu unapred utvrđena iznosima plaćanja niti su kotirana na aktivnim tržištima.

Kod zaliha vrši se vrednovanje po neto prodajnoj vrednosti ili po ceni koštanja. Sve u zavisnosti od toga koja je cena niža. Dok se potraživanja od kupaca vode i procenjuju u zavisnosti od visine nabavne vrednosti iz koje je izvršeno umanjenje za ispravku vrednosti nenaplativih potraživanja. Gotovinski ekvivalenti i gotovina su navedni u bilansu stanja. Oni sadrže gotovinu u blagajni i gotovinu na računu kod banaka. Sve ostale pozajmice i krediti se početno vrednuju u visini poštene vrednosti, koja je umanjena za direktne transakcijske troškove.

Kada društvo ima obavezu, koja je rezultat nastanka u prošlom periodu. Dodatno znamo da postoji verovatnoća da se odliv resursa, koji je do tada predstavljao korist, smanjuje kako bi se izmirila ta obaveza. Onda se može sa sigurnošću tvrditi da ta obaveza postaje rezervisanje. Društvo vrši obračun i plaća doprinose za osiguranje od nezaposlenosti kao i za doprinose za zdravstveno i penziono osiguranje po određenim stopama, koja su utvrđena zakonom.

Prihodi se računaju kada je izvesno da će ekonomske koristi priticati u društvo, dok ostali prihodi i rashodi se obračunavaju u trenutku nastanka. Po principu razgraničenja, vode se ostali prihodi i rashodi. Poreska sredstva i obaveze za prethodnu kao i za tekuću godinu vrednovana su u iznosu za koji imamo očekivanje da će biti vraćen, tj. plaćen određenim nadležnim poreskim organima. Odloženi porezi na dobit izračunavaju i priznaju se na sve razlike koje su nastale na dan bilansa stanja, uzimajući u obzir poreske obaveze i osnovice i njihove knjigovodstvene vrednosti u vidu finansijskog izveštavanja.

Glavni finansijski instrumenti društva se sastoje od kredita i pozajmica, obaveza prema dobavljačima, i ugovora o finansijskim garancijama. Svrha ovih finansijskih instrumenata je prikupljanje sredstava neophodnih za poslovanje društva. Društvo koristi i druga razna sredstva kao što su potraživanja od kupaca, potraživanja za kredite, ostala potraživanja, kao i gotovinske i kratkoročne depozite koji proističu iz poslovanja. Društvo takođe koristi ulaganja u hartije od vrednosti. Društvo je izloženo tržišnom, kreditnom i riziku likvidnosti. Rukovodstvo društva nadgleda upravljanje ovim rizicima, a politika društva nalaže da se trgovanje izvedenim finansijskim instrumentima ne vrši u spekulativne svrhe.

1.3 Revizorski izveštaji

Od 2011. do 2013. godine revizorski izveštaji pokazuju da je reviziju obavila revizorska kuća Auditor d.o.o. Beograd, dok je u 2014. godine taj posao pripao revizorskoj kući KPMG. U svim prethodnim godinama finansijski izveštaji prikazuju istinit, validan i pošten pregled nekonsolidovanog položaja društva na dan 31.12. S tim što je u 2011. godini revizorska kuća Auditor d.o.o. tražila zahtev za stanje na 31.12.2011. godine za dugoročne kredite koji su naknadno servisirani.⁴

⁴ Auditor d.o.o. u postupku vršenja revizije akcionarskog društva, zvanično je tražila je zahtev za dobijanja stanja na dan 31.12.2011. privrednoj banci Zagreb, koji je dostavljen i Jat Airways nije imao otvorenih stavki u toj Banci.(dopis broj:01200/2012- IOS 705 od 24.05.2012.).

2 Marketing miks privrednog društva

Marketing koncepcija je jedna od glavnih koncepcija za poslovno odlučivanje, po kojoj se dobit privrednih društva čvrsto veže za njegovu veštinu da prepozna potrebe potrošača i u skladu sa dugoročnim interesima potrošača, pažljivo bira svoja oruđa poslovne politike. Onda je sasvim logično da planiranje u poslovanju bude fokusirano ka trendovima u vidu promena u obimu i kroz strukturu tržišnih potreba. Pri svemu tome, ostaje glavni cilj marketinga, a to je da se zasnuje, održava, neguje i čuva izuzetno dobra komunikaciju, između proizvođača i potrošača.

Instrumenti marketinga koji je poznatiji pod imenom **marketing-miks**, se koriste u primeni uticaja na odabir potrošača, uklanjanjem transakcionih barijera, putem međusobno uslovljenog ili nezavisnog doprinosa. Otklanjanjem transakcionih barijera marketing-miks realizuje marketing strategiju kroz operativne ciljeve, pa se marketing posmatra i kao operativna snaga marketing-koncepcije. Odnos oruđa marketinga u marketing-miksu može da bude komplementaran ili supstitutivni i konkurentski. Marketing- miks kao termin potiče još od davne 1964. godine i u to vreme obuhvatao je planiranje izgleda proizvoda, prodajnu cenu, distributivne brend kanale, prodaju, reklamiranje, pakovanje proizvoda, promocije, rukovanje proizvodom, analiziranje i rukovanje proizvodom.

Nakon ove podele, komponente se grupišu u četiri kategorije, poznate danas i kao 4P marketing miksa: Product, Price, Place, Promotion ili proizvod, cena, prodaja i distribucija i promocija. Dok kod nekih se javlja i 5P koncept marketing miksa finansijskih organizacija: proizvod, prodajno mesto, cena (pošto) potrošač i promocija. Vasiljev smatra da je marketing miks je jedan od glavnih koncepata (konstanti) u marketingu, i interesantno je napomenuti da se u literaturi nailazi na skoro potpunu saglasnost u tome da su najvažniji instrumenti marketing miksa (*Vasiljev, 2005, 42*): proizvod, cena, mesto (prodaja i distribucija) i promocija.

Pod terminom **proizvod**, u širem smislu, podrazumeva se skup opipljivih i neopipljivih atributa, uključujući funkcionalne, socijalne i psihološke koristi (*Kotler, 2009, 358*). Mnogi smatraju kako je proizvod nešto opipljivo, proizvod podrazumeva sve što se može ponuditi na tržištu da bi se zadovoljile želje ili potrebe, uključujući fizička dobra,

usluge, iskustva, događaje, osobe, mesta, nekretnine, organizacije, informacije i ideje. U novije vreme govori se i o virtuelnom i online proizvodu (Kotler, *et al.*, 2014, 325).

Proizvod nije samo skup karakteristika koje poseduje. To je izuzetno kompleksna kategorija koja se može raščlaniti na mnogo nivoa. Diferencije koje se tu nalaze javljaju se u značenju koncepta proizvoda. Mnogo više posledica su različitog broja i uloga nivoa koje taj proizvod sadrži. Većina marketara predlaže da treba da postoji dogovor, koji od njih je prvi i osnovni nivo, i bez čega proizvod ne bi bio u stanju da ispuni cilj svoga postojanja, a to jeste poenta proizvoda. Najkraće rečeno proizvod bi trebao da pruži osnovnu korist potrošaču.

Za Air Serbia-u proizvod obuhvata(dostupno na www.airserbia.com, preuzeto dana 20.03.2016.):

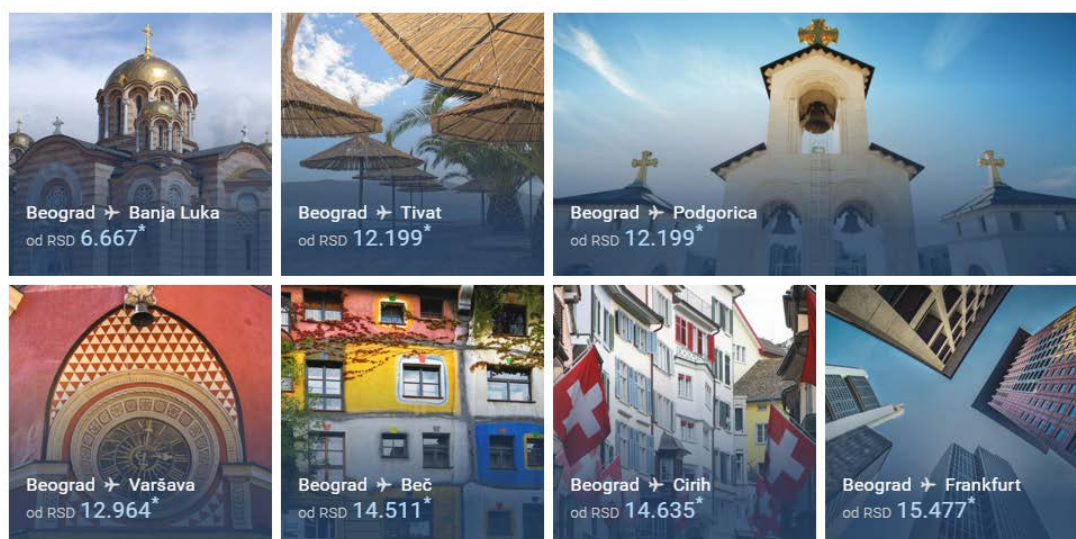
- Usluge leta
- Čarter let
- Kargo
- Prevoz
- *Dve vrste klase*: biznis klasa i ekonomska klasa. Biznis klasa u odnosu na ekonomsku klasu za putnike se ogleda u tome da su sedišta presvučena kožom, da postoji više prostora za noge, prostranija širina sedišta, mehaničko podešavanje sedišta sa dodatkom oslonca za noge i centralna konzola sa fiksiranim stolom za piće. Meni za biznis klasu je drugačiji jer ako su letovi u trajanju do sat vremena onda se služi aperitiv uz tople orašaste plodove, veliki izbor zakuski i veliki izbor pića. Što se tiče zabave u toku leta, u okviru biznis klase putnicima su dostupni filmovi, tv, audio, WIFI, video igrice i novine. U okviru ekonomske klase na svim Air Serbia letovima služi se osveženje ili kompletni obroci. Air Serbia nudi Fly and Play paketiće kojima se deca mogu zabaviti tokom leta. Dečiji paketići su trenutno dostupni na letovima dužim od dva sata za Abu Dabi, London, Moskvu i Pariz.
- *Premium salon*: Usluge salona gostima su na raspolaganju 24 sati dnevno i uključuju izbor jela *a la carte* ili švedski sto sa međunarodnom selekcijom jela i nudi prave srpske specijalitete, uključujući ćevapčiče, boemsku mućkalicu i tradicionalne orasnice koje postaju prepoznatljivi dezert naše kompanije. Uz ove specijalitete, nudi se i rakija kao i veliki izbor domaćih i inostranih vina, piva, žestokih pića i sokova. Usluge Premium salona dostupan je za Biznis klasu, i naravno za članove Air Serbia

Guest Platinum, Gold i Silver kluba koji su putovanju na u kompaniji Etihad Airways ili Air Serbia.

- *Specijalni obroci*: Gosti mogu naručiti specijalan obrok od momenta kada izvrše rezervaciju do 24 časa pre poletanja. Jednostavno u Air Serbia poslovnici ili putem Kontakt centra može se odabrati specijalni obrok ili da se navede u rubric Specijalni zahtevi za let prilikom vršenja rezervacije na airserbia.com.
- *Flota*: Air Serbia razvija savremenu i ekonomičnu flotu, u okviru koje trenutno ima 14 uskotrupnih i šest turboelisnih aviona.

Cena je jedini element marketing miksa koja stvara prihode, dok ostali instrumenti stvaraju troškove. Od svih elemenata cene se najverovatnije najlakše mogu prilagoditi. Najteže je doneti odluke o ceni, a ponekad se dešava da marketinški stručnjaci i zanemaruju cenovne strategije. Što se tiče cena u avio-kompaniji Air Serbia sve se može videti na sajtu u zavisnosti od destinacije gde gost želi da putuje, a sama kompanija nudi i specijalne cene što se može videti na slici 3. Osim specijalnih ponuda, avio-kompanija svakog petka nudi specijalne ponude pod programom: Specijalni petak. Pored toga, kompanija nudi i specijalne letove ka daljim destinacijama i to: Abu Dabi, Bangkok, Brizbejn, Dubai, Melburn, Pert, Hong Kong, Puket, Sidnej, Singapur.

Slika 1 – Specijalne ponude



Izvor: Dostupno na <https://www.airserbia.com/sr-RS/specijalne-ponude-najbolje-ponude>,
preuzeto dana 25.03.2016.

Što se tiče **promocije**, unapređenje prodaje i propagande su dva glavna marketinška alata koje koristi ova kompanija. Ciljevi propagande su da se poveća obim prodaje i posete kupaca, ukoliko se ostvare ova dva cilja prodajno mesto može ostvariti i krajnji cilj, a to je uvećanje čitavog profita trgovine, da se ostvari dobra reputacija i da se poboljša i unapredi marketing menadžment.

Slika 2 – Slogan i logo



Izvor: Dostupno na <http://www.airserbia.com/sr-RS/korporativni>, preuzeto dana 26.03.2016.

Što se tiče samog imena i brenda, zaslužna je Tamara Maksimović. Ona je završila grafički dizajn u Novom Sadu. Pa je stvorila novo ime i novi brend, uz koje idu i boje nacionalne zastave Republike Srbije. Stilizovani dvoglavi orao se nalazi na vertikalnom krilu repa aviona, kao što se može videti na slici 3.

Slika 3 – Izgled aviona Air Serbia-e



Izvor: Dostupno na www.google.rs/search?q=air+serbia&source=lnms&tbm=isch&sa=X&ved=0ahUKEwjQtMi36OLAhUoEJoKHVjICNQQ_AUIBygB#imgsrc=W4B330bkyIOjOM%3A, preuzeto dana 26.03.2016.

Misija Air Serbia je (dostupno na <http://www.airserbia.com/sr-RS/korporativni>, preuzeto dana 26.03.2016.):

- U svetu i delatnosti u kojima su problemi pravilo, a klijenti nikada nisu imali veći izbor, za nas gost i dalje ostaje u središtu svega što radimo.
- Mi postojimo zbog vas. Uprkos našem ubrzanom razvoju, osnovni cilj uvek će nam biti da vama pružimo najbolju moguću uslugu.
- To je krajnja svrha svega što radimo.

Razvitak prodaje je usaglašavanje stavova sa ciljem što većeg prikupljanja stimulansnih sredstava. Većina od njih su kratkoročna, pa se ona preuzimaju sa namerom da se kupci i trgovina podstiču na bržu i veću kupovinu. Karakteristike koje podstiču unapređenje prodaje u međunarodnim srazmerama su delovi okruženja. U njih spadaju: pravna regulativa, nivo dohotka, osposobljenost lokalne prodaje, kultura življenja, razvijenost drugih oblika promocije, dostupnost delova tržišta i konkurentski ambijenti. Na unapređenje prodaje najviše utiču poznate ličnosti koje promovišu ovu kompaniju putem raznih medija.

Legenda tenisa Novak Đoković je imenovan kao prvi poznati Srbin, čije ime se nalazi u delu „Žive legende Srbije”. Pored njegovog imena, koje stoji na novoj floti Air Serbia, dodatno se nalaze i ostala značajna imena u javnom životu, kao što su: Vlade Divac, Miki Manojlović i Dejan Stanković.

Slika 4, 5, 6, 7 – Poznate ličnosti i nazivi aviona





Izvor: Dostupno na www.google.com, preuzeto dana 26.03.2016.

Kada govorimo o **mestu** kao poslednjem instrumentu marketing miksa. Što se tiče Etihad Airways-a međunarodna prodajna mesta se nalaze svuda u svetu i to: Amsterdam, Atina, Bejrut, Berlin, Beč, Brisel, Budimpešta, Ciri, Bukurešt, Frankfurt, Dizeldorf, Kopenhagen, Istanbul, London, Larnaka, Malta, Ljubljana, Minhen, Milano, Njujork, Moskva, Peking, Pariz, Prag, Podgorica, Rim, Sofija, Skoplje, Solun, Stokholm, Tel Aviv, Tivat, Tirana, Sidnej, Štuttgart, Zagreb, Varšava. Kada govorimo o domaćoj prodajnoj mreži neki od agenata su: Air Serbia Ground Services, Alpha LS Cargo doo, Across, Interšped B, Interbroker, DD Glumac, Premium Cargo, Sion Sion... U sledećoj tabeli se vide sve destinacije.

Tabela 2 – Direktne linije Air Serbia

ZEMLJA	GRAD	KOD
Ujedinjeni Arapski Emirati	Abu Dabi	AUH
Holandija	Amsterdam	AMS
Grčka	Atina	ATH
Bosna i Hercegovina	Banja Luka	BNX
Austrija	Beč	VIE
Liban	Beirut	BEY
Nemačka	Berlin	BER
Belgija	Brisel	BRU
Rumunija	Bukurešt	OTP
Švajcarska	Cirih	ZRH
Danska	Kopenhagen	CPH
Nemačka	Diseldorf	DUS
Nemačka	Frankfurt	FRA
Turska	Istanbul	IST
Kipar	Larnaka	LCA
Ujedinjeno Kraljevstvo	London	LON
Slovenija	Ljubljana	LJU
Italija	Milano	MXP
Rusija	Moskva	MOW
Francuska	Pariz	PAR
Crna Gora	Podgorica	TGD
Češka	Prag	PRG
Italija	Rim	ROM
Bosna i Hercegovina	Sarajevo	SJJ
Makedonija	Skoplje	SKP
Bugarska	Sofija	SOF
Grčka	Solun	SKG
Švedska	Stokholm	STO
Nemačka	Štuttgart	STR
Izrael	Tel Aviv	TLV
Albanija	Tirana	TIA
Crna Gora	Tivat	TIV
Poljska	Varšava	WAW
Hrvatska	Zagreb	ZAG

Izvor: Dostupno na <http://www.airserbia.com/sr-RS/korporativni/kargo-destinacije>,

preuzeto dana 30.03.2016.

3 Analiza finansijskih izveštaja Air Serbia

Analiza finansijskih izveštaja se vrši kako bi se ocenilo finansijsko zdravlje privrednog društva i kao preduslov za uspešnu ocenu vrednosti privrednog društva. Rezultati, koji se dobijaju finansijskom analizom, se tumače i daju određene naznake poslovanja društva u budućnosti, a u ovom radu se upoređuje poslovanje privrednog društva Air Serbia u dva različita vremenska perioda. Analiza finansijskih izveštaja daje odgovore na mnoga pitanja stejkholderima, a na osnovu toga, oni mogu doneti odluke o odobravanju kredita, kupovini akcija, i slično.

Na osnovu analize se može saznati na koji način vrši određenu delatnost i da li društvo ostvaruje određen profit, takođe da li koristi sva raspoloživa sredstva na efektivan način, može li da izmiri sve svoje obaveze na vreme, i u kom vremenskom roku naplaćuje potraživanja od kupaca i slično. Dobavljače i kreditore zanima finansijska stabilnost, tj. likvidnost i solventnost preduzeća. Sa druge strane potencijalne investitore i akcionare interesuje da li društvo može da stvori određene prilive, odnosno budućim i sadašnjim prilivima, ceni dividendi i akcija, stabilnosti prinosa i sl. Dok menadžment društva preduzeća zanimaju svi aspekti koji se odvijaju u poslovanju društva, kao i kakvi su ključni koeficijenti u tim brojevima.

Svrha analize finansijskih izveštaja je takva da informiše analitičare kako bi preduzeli određene akcije u cilju poboljšanja boniteta i trenda razvoja analiziranog društva. Dodatna svrha analize jeste i da pruži finansijske prognoze za njene korisnike (interne i eksterne). Cilj ekonomske analize često je uslovljen u literaturi subjektom za koga se vrši ta analiza, i društvo postavlja ciljeve analize koje analitičar treba da ostvari.

Cilj revizije je da finansijskim izveštajima obezbedi potrebnu uverljivost, odnosno kredibilitet, dok su finansijski izveštaji koji se koriste:, bilans uspeha, bilans stanja, izveštaj o promenama na kapitalu, izveštaj o ostalom rezultatu, napomene uz finansijske izveštaje, i kao najvažniji izveštaj o neto novčanim tokovima.

Reviziju društva Air Serbia je u 2014. godini obavilo revizorsko društvo KPMG d.o.o. Beograd. Izvršena je revizija pojedinačnih finansijskih izveštaja koji su sastavljeni od pojedinačnih bilansa uspeha na dan 31. decembra 2014. godine, pojedinačnog bilansa stanja, izveštaja o promenama na kapitalu, izveštaja o ostalom rezultatu, napomenama koji stoje uz

finansijske izveštaje kao i izveštaje o tokovima gotovine koje sadrže osnovni pregled svih računovodstvenih politika društva.

Rukovodstvo vodi računa o sastavljanju i poštenom prikazivanju finansijskih izveštaja društva, naravno u skladu sa republičkim računovodstvenim propisima. Republika Srbija se takođe bori za uvođenje dodatnih internih kontrola, koje su značajne kao relevantne kontrole za pripremu finansijskih izveštaja. One ne sadrže materijalne greške, koje su nastale usled grešaka u radu ili pronevere.

Revizor je odgovoran, na osnovu prethodno dobro određene revizije, da izrazi objektivno i pošteno mišljenje o finansijskim izveštajima. Revizija mora biti izvršena u skladu sa Međunarodnim standardima revizije i na osnovu sa zakona o reviziji Republike Srbije. Po mišljenju revizora pojedinačni finansijski izveštaji Air Serbia **pružaju istinit i pošten pregled** nekonsolidovanog finansijskog položaja društva na dan 31. decembar 2014. godine. Uz to dodatno i nekonsolidovane rezultate njegovog poslovanja, kao i nekonsolidovane tokove gotovine za godinu dana koji su sastavljeni u skladu sa Međunarodnim standardima revizije i računovodstvenim pravilima Republike Srbije.

3.1 Racio analiza

Racio analiza pruža jednu od najčešće korišćenih sredstava finansijske analize za ocenu i opšte sagledavanje finansijskog stanja i zarađivačkih mogućnosti preduzeća. Ona je proizvod različitih vrsta finansijskih izveštaja koji prikazuju jasniju finansijsku sliku društva. Da bismo sagledali tačan finansijski položaj društva, moramo uspostaviti odnose između pojedinih bilansnih pozicija. Ti odnosi, uspostavljaju se u obliku racio brojeva, gde se određeni brojevi stavljaju u oblik prostih matematičkih formula. Na ovaj način dobijamo jasniju sliku poslovnih aktivnosti društva, koja je uporediva sa drugim društvima: oni koji posluju u istoj grani, ili se može uporediti sa određenim standardima. Takođe, racio analiza može se vršiti uzevši podatke iz prethodnih perioda, ili se može raditi sa planiranim podacima (projektovanim), kao i podacima u kojima stavljamo u odnos određene grupacije društva.

Najčešća metode analize finansijskih izveštaja je racio analiza. Racio brojevi ili pokazatelji dovode u odnos dve bilansne pozicije, ili ti njihove količnike. Racio brojevi pokazuju određenu vrednost samo ako su pravilno protumačeni. Tumačenje racio brojeva vrši

se u odnosu na određen standard, dok standardi za poređenje i tumačenja mogu biti različita, a ona su:

- Standardi koji su proistekli iz njegovog iskustva, koje sam analitičar postavlja
- Standard u kojem se gleda prosek u kome društvo posluje
- Pokazatelji iz prethodnih godina ili istorijski pokazatelji ukoliko društvo posluje godinama
- Pokazatelji sadržani u projekciji društva
- Standardi koji stoje u literaturi

Jako je bitno odrediti ko su korisnici finansijskih izveštaja i kome je važna racio analiza, a to su:

1. Akcionari ili vlasnici preduzeća ulažu sredstva u privredno društvo i za uzvrat iščekuju da im se vrati uloženi novac koji će biti uvećan za rast vrednosti društva, akcija i profit.
2. Menadžment preduzeća kojeg zanimaju rizici i na koji način da ih diversifikuju. Oni se brinu za budućnost privrednog društva, njegov razvoj i rast; imaju proaktivan pristup u poslovanju društva; unapred se pripremaju za rešavanje problema i slično. Njih zanimaju racia zaduženosti, likvidnosti, efikasnosti i profitabilnosti.
3. Poslovni partneri u koje spadaju dobavljači, poverioci, kupci i poslovne banke. Dobavljače zanima likvidnost i solventnost društva, a poverioce da li će im iznosi, koje im društvo duguje, biti vraćeni. Na osnovu horizontalne i vertikalne analize koja prate istorijska kretanja i sagledavaju šta je društvo postiglo u zadnjih nekoliko godina. U poslovne partnere takođe spadaju i kupci i njih zanimaju poslovni odnosi sa društvom, a od informacija ih interesuje sadašnja i buduća cena robe, karakteristike proizvoda i slično. Poslovne banke zanimaju skoro svi pokazatelji, a najviše pokazatelji vezani za kreditnu sposobnost društva, kao što je Z skor. One sagledavaju odnose unutar bilansa, i za njih je horizontalna i vertikalna analiza jako važna.
4. Poreska uprava i država - Značaj finansijskog izveštavanja je interesan i eksteran. Uvek je bio uslov zbog dobrog funkcionisanja tržišne ekonomije. U svim državama sveta, pa i kod nas, pravilo koje je opšte prihvaćeno je da kvalitetno finansijsko izveštavanje doprinosi:
 - a. boljitku domaćeg finansijskog sistema, smanjenje rizika od finansijskih kriza koji doprinosi manjem negativnom uticaju na ekonomiju

- b. povećanje indirektnih i direktnih stranih investicija,
 - c. lakši pristup bankarskim kreditima za mala preduzeća, smanjenje visokih troškova zbog pribavljanja informacija i kredita
 - d. bolja procena budućeg stanja preduzeća i donošenje boljih investicionih odluka, i
 - e. napredak ekonomskih integracija, kako na regionalnom, tako i na globalnom nivou.
5. Poreska uprava bi trebalo da ima značajnu ulogu u kontroli privrednih društava. Ona vrši provere koji kontrolišu obavljanje računovodstvene profesije u skladu sa zakonom i ostalim propisima kojima se utvrđuje poslovanje jednog privrednog društava. Oni dodatno sadrže odredbe u vezi sa obavljanjem računovodstvenih poslova. Takođe, poreska uprava mora vršiti kontrolu privrednih društava u okviru obavljanja poslova računovodstva, proverom sledećih stavki: poslovnih knjiga, knjigovodstvenih isprava, finansijskih izveštaja, kao i sistema za koja su privredna društva dužna da primenjuju u obradi podataka, koji su vezani sa obavljanje poslova računovodstva.

3.2 Finansijski racio pokazatelji

Prema autoru Brili i njegovima saradnicima najvažnije su četiri vrste finansijskih racio pokazatelja koji će biti opisani na narednim stranama i to su racia zaduženosti, likvidnosti, efikasnosti i profitabilnosti. Ova racia će se primeniti u analizi finansijskih izveštaja privrednog društva Air Serbia u narednoj glavi i biće prikazane formule tih racia u samoj analizi, dok je u ovom delu sad, samo teorijski prikaz i definicije racia.

Kada se kompanija zaduži onda ona tvrdi da će taj iznos za koji se zadužila biti isplaćen u ratama kroz dogovoreni interes. Ako dobit raste, vlasnici obveznica nastavljaju primati samo fiksnu kamatnu stopu, tako da svi dobici idu akcionarima, a situacija je obrnuta kada dobit pada. U tom slučaju dobit preuzimaju akcionari. Ako su vremena zaista teška, i ako se kompanija zaista zadužila, onda možda neće biti u stanju da otplati svoje dugove i tada se dešava da kompanija ide u stečaj. U ovom slučaju koristimo racia finansijskog leveridža da bi se izračunalo koliko je deo imovine finansiran iz tuđih, a koliki deo imovine iz sopstvenih sredstava i tada koristimo **racio zaduženosti** (Brili, et al., 2010, 459).

Kreditne analitičare i bankare zanima likvidnost jedne kompanije. Likvidna imovina može brzo i jeftino da bude pretvorena u novac. Iz tog razloga je jako važan **racio likvidnosti** uz pomoć kojeg se može izmeriti kakva je sposobnost kompanije da proda ili zameni imovinu sa gotovinom u kratkom periodu.

Racia aktivnosti ili efikasnosti se koriste kada kompanije želi da iskoristi svoju imovinu na efikasan način, a finansijski analitičari žele da izmere tu efikasnost. Definicija mere efikasnosti za kompaniju koja ima puno ulazne tehnologije i varijabli, mogu uključivati osetljiva i složena pitanja, pa u praksi, analitičari su obično zadovoljni da upotrebljavaju koeficijente obrta koje mere koliko kompanija proizvodi za svaki dolar angažovanih sredstava.

Merila profitabilnosti se odnose na zaradu kompanije. Smatra se da bi velike kompanije trebalo da ostvaruju veće profite od manjih, tako da su ukupne zarade izražene po dolarima, radi boljeg poređenja među kompanijama. Na primer, akcionari žele da znaju koliko je profit za svaki dolar koji su uložili u kompanije. Isto tako, profitne marže govore o profitu na svaki dolar od prodaje (*Brili, et al., 2010, 463*).

Pored ovih 4 najvažnijih finansijskih racia postoje i ostala racia kao što su:

- **Periodi konverzije** koji vrši vremensku procenu potrebnu da bi određena bilansna stavka promenila svoj oblik.
- **Racio pokrića kamate** kao važan indikator, prikazuje sposobnost društva da iz rezultata koje trenutno ostvaruje pokrije rashode kamata koje su obračunate na pozajmljene izvore.
- **Učešće stalne imovine u poslovnoj imovini** prikazuje koliki procenat poslovne imovine može biti rashodovan ili prodat u roku od godinu dana.
- **Procenat stranog vlasništva** prikazuje koliko posto kapitala društva se nalazi u stranom vlasništvu, tj. sva pravna ili fizička lica koja imaju sedište van naše države.
- **Efektivna poreska stopa** pokazuje koliko je opterećenje poreza na dobit realizovano.
- **Kamatna stopa** koja predstavlja prosečnu kamatnu stopu koja je obračunata na finansijske obaveze od strane banaka i drugih finansijskih institucija.
- **Kapital investiran u primarnu poslovnu delatnost po zaposlenom** predstavlja meru novčane jačine jednog privrednog društva.

- **Prosečna neto zarada** nam pokazuje prosečnu vrednost plate svih zaposlenih lica jednog društva.
- **Du Pont Analiza** koja se odnosi na rastavljanje racia prinosa na kapital i prinosa na imovininu na komponente.
- **Pokazatelji tržišne vrednosti kompanije** koriste uglavnom investitori prilikom ulaganja novčanih sredstava.
- **Kreditna analiza** nam utvrđuje kolika je verovatnoća da privredno društvo, u nekom budućem periodu ode u stečaj. Najefikasnija metoda za ocenjivanje kreditne sposobnosti je putem kompozitnih pokazatelja, tj preko Z-skor pokazatelja solventnosti.

3.3 Analiza osnovnih pokazatelja

Zavisno od vremena koje je na raspolaganju, u okviru analizu finansijskih izveštaja određenog privrednog društva definišu se prioriteti i određuju se ciljevi analize. U ovom delu rada izložićemo pokazatelje za koje je potrebno najmanje napora za tumačenje i kalkulaciju, a koji uporedo daju vredne informacije o finansijskom položaju društva.

Pokazatelji su prikazani u apsolutnim vrednostima, iz razloga što su podaci direktno preuzeti iz finansijskih izveštaja. Oni pokazuju na koje stvari finansijski analitičari, rukovodioci unutar društava ali i investitori najviše posvećuju pažnju. Uzevši u obzir ove razloge logično je da kratkoročni i srednjoročni ciljevi budu definisani kroz njih.

Sagledavanje osnovnih finansijskih pokazatelja je cilj svake analize. U ovom slučaju dobija se odgovor na sledeća pitanja:

- Koja je vrednost imovine koja je u vlasništvu društva?
- Koliko iznosi procenjena vrednost prodaje u okviru godišnjeg nivoa?
- Koliki je broj lica zaposleno u društvu?
- Koliki je vlasnički udeo u društvu?
- Da li je poslovanje pozitivno ili negativno?

Poslovna imovina je zbir svih ulaganja jednog privredno društvo. U 2011. je iznosila 15.664.803. Vrednost poslovne imovine nam daje odgovor na pitanje kolika je bila knjigovodstvena vrednost investicija, dok struktura poslovne imovine pruža nam prikaz u kom se obliku investicije nalaze. Knjigovodstvena vrednost svih investicija se menjala iz godine u godinu, tako što se smanjivala do 2013., da bi se povećala u 2014. godini.

Tabela 3 - Poslovna imovina Air Serbia

OSNOVNI POKAZATELJI	2011. godina	2012. godina	2013. godina	2014. godina
Poslovna imovina	15.664.803	15.612.800	7.837.555	13.056.522

Izvor: Izrada autora

Neto kapital je knjigovodstvena vrednost sopstvenog (vlasničkog) dela izvora finansiranja. Ukoliko je veća vrednost poslovne imovine od vrednosti ukupnih obaveza, neto kapital je pozitivan, i prikazuje pozitivnu vrednost (odnosno, društvo ima imovinu koja više vredi od obaveza, i taj višak vrednosti pripada vlasnicima društva). Suprotno tome, kada privredno društvo ima manju vrednost poslovne imovine, a veću vrednost obaveza, pozicija kapitala se svodi na nulu, a dodatni višak obaveza evidentira se na odbitnoj poziciji gubitak iznad visine kapitala (negativan kapital), što je i prikazano u tabeli u sve četiri godine.

Tabela 4 - Neto kapital Air Serbia

OSNOVNI POKAZATELJI	2011. godina	2012. godina	2013. godina	2014. godina
Neto kapital	-3.509.711	-7.355.419	-27.049.672	-16.437.701

Izvor: Izrada autora

Poslovni prihodi su prilivi ekonomskih koristi kada se posmatra iz ugla vlasnika kapitala u jednom obračunskom periodu, i nastali su u okviru redovnih poslovnih aktivnosti kojima se bavi društvo. Iz tabele može se videti da se poslovni prihodi povećavaju iz godine u godinu, a da najveća vrednost iznosi u 2014. godini.

Tabela 5 - Poslovni prihodi Air Serbia

OSNOVNI POKAZATELJI	2011. godina	2012. godina	2013. godina	2014. Godina
Poslovni prihodi	12.051.755	13.574.085	15.240.581	29.799.585

Izvor: *Izrada autora*

Poslovni rezultat je razlika na jednoj strani poslovnih prihoda a na drugoj poslovnih rashoda društva u toku jednog obračunskog perioda. Ako su poslovni prihodi veći od poslovnih rashoda, ta razlika se naziva poslovni dobitak, u suprotnom naziva se poslovni gubitak. Air Serbia ima u sve četiri godine poslovni gubitak, S tim što se u 2014. godini znatno smanjio minus.

Tabela 6 – Poslovni rezultat Air Serbia

OSNOVNI POKAZATELJI	2011. godina	2012. godina	2013. godina	2014. Godina
Poslovni rezultat	-3.414.832	-3.914.741	-5.229.557	-447.203

Izvor: *Izrada autora*

Neto rezultat je ukupna razlika između prihoda i rashoda (uključujući i porez) društva u toku jednog izveštajnog perioda. Iz toga sledi da ako je ta razlika pozitivna, naziva se neto dobitak i uvećava se vrednost za dotadašnju vrednost vlasničkog kapitala. Suprotno tome ukoliko je razlika negativna, naziva se neto gubitak i smanjuje se vrednost vlasničkog kapitala. Može se videti negativni neto rezultat u 2011., 2012., i 2013. godini da bi se društvo „oporavilo“ i postiglo pozitivnu razliku u 2014. godini.

Tabela 7 – Neto rezultat Air Serbia

OSNOVNI POKAZATELJI	2011. godina	2012. godina	2013. godina	2014. godina
Neto rezultat	-3.167.076	-3.680.760	-8.387.221	411.121

Izvor: *Izrada autora*

Poslovni rezultat se često poistovećuje sa **EBIT**⁵-om. To je dobitak društva koji ne sadrži nikakve poreze i rashode kamata. Tačan način računanja EBIT-a je, kao što i sam naziv govori, kada se na neto rezultat pre oporezivanja dodaju rashodi kamata.

Tabela 8 – EBIT Air Serbia

OSNOVNI POKAZATELJI	2011. godina	2012. godina	2013. godina	2014. godina
EBIT	-2.859.306	-3.236.067	-7.425.251	329.353

Izvor: Izrada autora

Kalkulacija: (AOP 1058: NJ. DOBITAK PRE OPOREZIVANJA ili AOP 1059: O. GUBITAK PRE OPOREZIVANJA) + AOP 1046: II. RASHODI KAMATA (PREMA TREĆIM LICIMA)

Ukoliko privredno društvo nema značajne stavke finansijskog (izuzev pomenutih rashoda kamata) i ostalog rezultata, poslovni rezultat je dosta sličan EBIT-u. EBIT se dodatno može meriti kao neto rezultat pre opterećenja rashodima kamate i poreza na dobit. U ovom slučaju on je u sve tri godine bio negativan, da bi u 2014.godini, zbog dobitka pre oporezivanja bio pozitivan, pa možemo reći da nije približan poslovnom rezultatu.

Pored EBIT-a, za ocenu profitabilnosti veoma često koristi se još jedan pokazatelj, a to je **EBITDA**⁶. EBITDA, osim rashoda kamata i poreza, iskazuje neto rezultat koji je uvećan za troškove amortizacije.

Tabela 9 – EBITDA Air Serbia

OSNOVNI POKAZATELJI	2011. godina	2012. godina	2013. godina	2014. godina
EBITDA	-2.370.534	-2.630.925	-6.748.065	1.003.482

Izvor: Izrada autora

Kalkulacija: (AOP 1058: NJ. DOBITAK PREOPOREZIVANJA ili AOP 1059: O. GUBITAK PREOPOREZIVANJA) + AOP 1046: II. RASHODI KAMATA (PREMA TREĆIM LICIMA) + AOP 1027: IX. TROŠKOVI AMORTIZACIJE

⁵U prevodu sa engleskog jezika – *Earnings before interest and taxes- dobit pre kamata i poreza/taksi*

⁶U prevodu sa engleskog jezika – *Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization - dobit pre kamata, poreza/taksi i amortizacije*

3.4 Racio zaduženosti

U okviru racia zaduženosti ćemo odgovore na sledeća pitanja:

- U kojoj meri društvo koristi pozajmljene izvore finansiranja?
- Na koji deo izvora finansiranja se obračunava kamata?

Tabela 10 – **Racio zaduženosti**

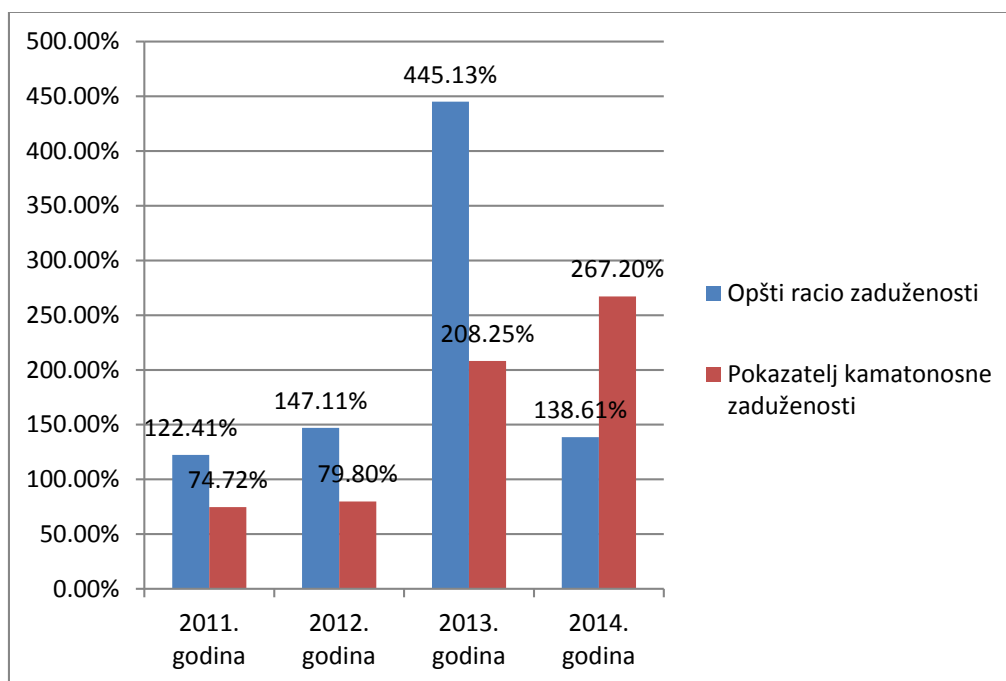
Zaduženost	2011 godina	2012 godina	2013 godina	2014 godina
Opšti racio zaduženosti	122,41%	147,11%	445,13%	138,61%
Pokazatelj kamatonosne zaduženosti	74,72%	79,80%	208,25%	267,20%

Izvor: *Izrada autora*

Na osnovu tabele se jasno može videti da se zaduženost od 2011. pa do 2013. godine povećavala da bi se u 2014. godini zaduženost smanjila na 138,61%. Ovo pokazuje da je društvo 138,61% svoje poslovne imovine finansiralo iz pozajmljenih izvora, i kaže nam da je ovo društvo veoma zaduženo. Jedino pozitivno što možemo reći jeste da se zaduženost smanjila i to trostruko, nakon strateškog partnerstva. Veliki skok zaduženosti možemo primetiti u 2013. godini u odnosu na 2012. Razlog ovakvog skoka je strateško partnerstvo koje se desilo u pomenutoj godini, dok se poslovna imovina smanjila u 2013. godini i došlo je do povećanja dugoročnih obaveza i rezervisanja što je dovelo do toga da kompanija bude zaduženija. Poslovna imovina se smanjila sa 15.612.800 na 7.837.555 hiljada dinara, a obaveze su se povećale sa 22.508.424 na 36.534.024 hiljada dinara.

Vrednost racija kamatonosne zaduženosti se takođe menjala iz godine u godinu, a na kraju 2014. iznosi 267,20%. To pokazuje, da je odnos vrednosti ukupne poslovne imovine i odnosa vrednosti izvora finansiranja na koje je društvo dužno da plaća kamatu, izuzetno visoka.

Dijagram 3 – Racio zaduženosti



Izvor: Izrada autora

Na kraju 2014.godine, zaključak je takav da Air Serbia finansira 138,61% svoje imovine iz pozajmljenih izvora, a na 267,20% vrši se obračun kamata. Na osnovu racia zaduženosti možemo reći da je društvo Air Serbia od 2011. zaključno sa 2014. godinom bilo prezaduženo, stim da je u 2014. godini vrednost iz tuđih izvora finansiranja smanjila.

3.5 Racio likvidnosti

U ovom delu saznaćemo odgovore na sledeća pitanja:

- Da li društvo ima dovoljno obrtno imovine za pokriće svojih kratkoročnih obaveza?
- Da li se situacija menja ukoliko iz imovine izuzmemo neke manje likvidne stavke?

Tabela 11 – **Racio likvidnosti**

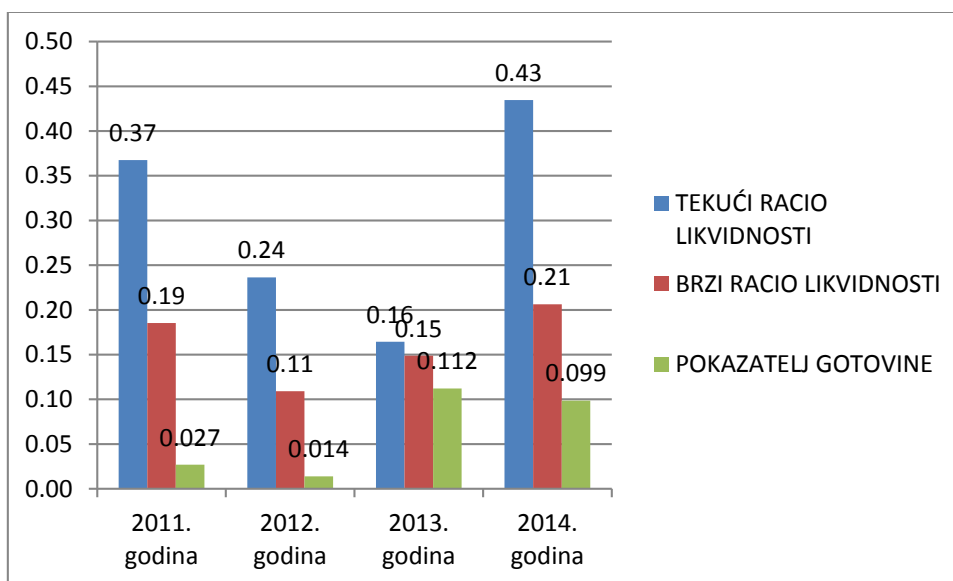
LIKVIDNOST	2011. godina	2012. godina	2013. godina	2014. godina
NETO OBRTNI FOND	-5.278.242	-9.456.837	- 23.685.198	- 10.291.584
TEKUĆI RACIO LIKVIDNOSTI	0,37	0,24	0,16	0,43
BRZI RACIO LIKVIDNOSTI	0,19	0,11	0,15	0,20
POKAZATELJ GOTOVINE	0,027	0,014	0,112	0,099

Izvor: *Izrada autora*

Air Serbia je u sve četiri analizirane godine imala negativne vrednosti neto fonda. To je zabrinjavajuće, i pokazuje da vrednost obrtne imovine je manja od obaveza koje dospevaju na naplatu u roku manje od godinu dana. To nam ukazuje da kompanija nije bila u stanju da pokrije kratkoročne obaveze. Vrednost neto obrtnog fonda je bila veća do 2013. godine, da bi se smanjila u 2014. godini, što je slučaj i sa tekućim raciom koji u 2014. godini iznosi 0,43. Što pokazuje da pokrivenost kratkoročnih obaveza obrtnom imovinom je negde na nivou od 43%, što je jako malo. Slična situacija je i sa brzim raciom likvidnosti. U 2014. godini ovaj racio iznosi 0,20. Što nam pokazuje da pokrivenost kratkoročnih obaveza obrtnom imovinom bez zaliha, PDV-a i aktivnih vremenskih razgraničenja je na nivou od 20%. Sve ovo nam govori da je Air Serbia kompanija koja je bila nelikvidna u sve četiri analizirane godine. Isti slučaj je i kod analize zaduženosti, posle strateškog partnerstva, društvo se malo oporavilo u 2014. godini, u odnosu na sve prethodne analizirane godine.

Racio gotovine je najkonzervativniji iz grupe pokazatelja likvidnosti. On stavlja samo stavke gotovine i gotovinskih ekvivalenata, naspram kratkoročnih obaveza. Na osnovu tabele može se videti da pokrivenost kratkoročnih obaveza gotovinom i gotovinskim ekvivalentima pokazuje jako mali procenat, i da je u 2014. godini iznosio oko 9,9%.

Dijagram 4 – Racio likvidnosti



Izvor: Izrada autora

Na osnovu analize možemo doći do zaključka da je kompanija Air Serbia u sve četiri analizirane godine bila nelikvidna. Kompanije je na dan 31.12.2014. godina imala za 10.291.584 hiljada dinara manju vrednost obrtne imovine od kratkoročnih obaveza. Pokrivenost kratkoročnih obaveza bila je na nivou od 43%, dok obrtna imovina bez zaliha, PDV-a i aktivnih vremenskih razgraničenja prikazuje iznos oko 20%, a gotovina i gotovinski ekvivalenti su na nivou od 9,9%.

3.6 Racio profitabilnosti

U ovoj delu daćemo odgovor na sledeća pitanja:

- Koliko procenat poslovnih prihoda se pretvara u zaradu?
- Koliko iznosi stopa rasta vlasničkog kapitala?
- Kolika je zarađivački kapacitet celokupne imovine društva?
- Da li su prihodi koje generiše primarna poslovna delatnost dovoljni da pokriju rashode?

Tabela 12 – **Racio profitabilnosti**

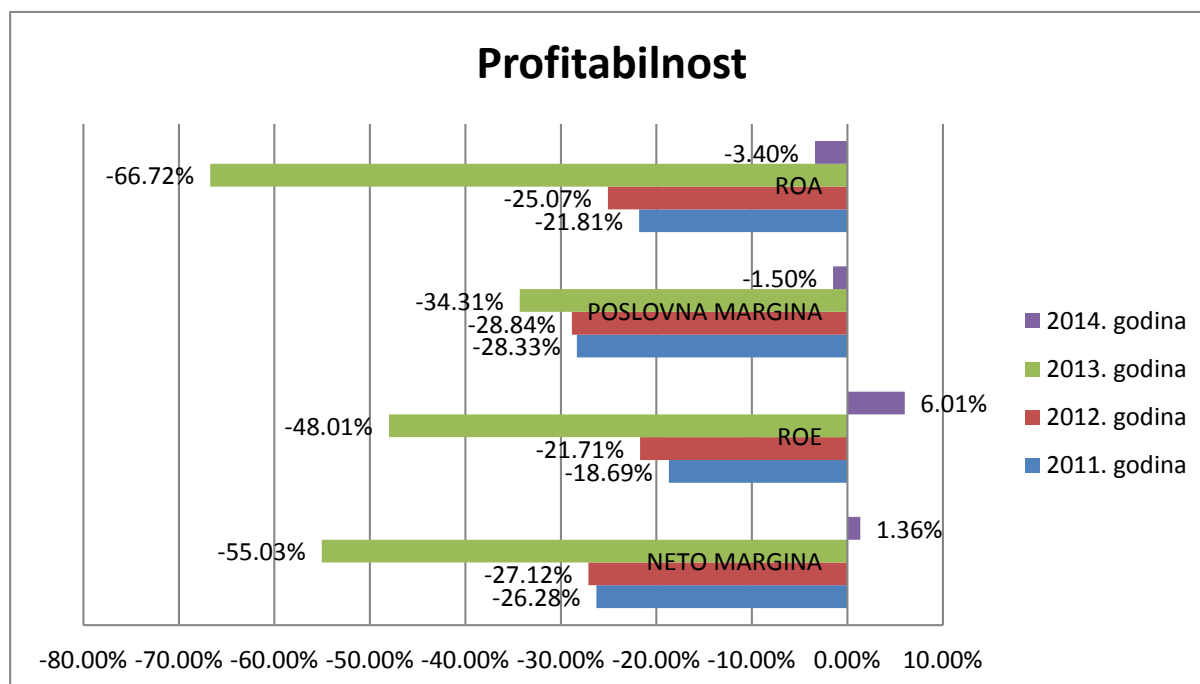
PROFITABILNOST	2011. godina	2012. godina	2013. godina	2014. godina
NETO MARGINA	-26.28%	-27,12%	-55,03%	1,36%
ROE	/	/	/	6,01%
POSLOVNA MARGINA	-28,33%	-28,84%	-34,31%	-1,50%
ROA	-21,81%	-25,07%	-66,72%	-3,40%

Izvor: *Izrada autora*

S obzirom da je u 2011., 2012., i 2013. godini rezultat iz obavljanja osnovne delatnosti i ukupan rezultat bio negativan, dalje sledi su racia profitabilnosti negativna. Kada su poslovni i neto rezultati negativni onda se određena racia, kao što je ROE, ne mogu računati. Uzevši u obzir prikazano stanje, kompanija je imala negativne performanse. Negativne performanse su bile u 2011. do 2013. iz razloga što je polovinom 2010. godine instaliran je novi sistem ERP u Jat Airways koji je nazvan EBS (E-Busniess Suite). Nije bilo moguće da se taj sistem uvede, zbog neobučenosti radnika koji su radili u to vreme i jer se zalihe i osnovna sredstva ručno unose u sistem dok su u starim sistemima potraživanja, obaveze prema dobavljačima, glavna knjiga, platni promet, osnovna sredstva i zalihe se vodile zajedno. Uvođenjem tog sistem, nije bilo moguće društvu da bude profitabilno, i dodatni krediti koje treba servisirati nije bilo moguće. U 2014. vidimo da je pozitivna neto margina, i prinos na kapital, dok su negativni, a poslovni rezultat negativan i poslovna margina.

Air Serbia tokom 2014.godine ostvaruje neto rezultat koji iznosi 1,36% od vrednosti poslovnih prihoda, kao i stopu prinosa na kapital od 6,01%. Uslovno rečeno, da je tržišna vrednost kapitala jednaka knjigovodstvenoj, znači da su vlasnici društva na svakih 100 novčanih jedinica uložениh u društvo uvećali zaradu za 6,01 jedinica zarade. Pošto je prethodni uslov retko ispunjen, kao pokazatelj koji ima ciljnu interpretaciju i koristi odnos cene akcije i neto dobiti po akciji. Poslovna margina je u 2014. bila negativna.

Dijagram 5 – Racio profitabilnosti



Izvor: Izrada autora

3.7 Analiza gotovinskih tokova

Gotovinski tok raspoloživ vlasnicima kapitala je gotovinski iznos koji može biti isplaćen vlasnicima društva, nakon otplate kredita, plaćanja svih dospelih obaveza iz poslovanja, ili finansiranja novih investicija. On je ekvivalentan uvećanju gotovinskog salda društva, umanjeno za transakcije vlasnika sa društvom. Stoga se može reći da je gotovinski tok raspoloživ vlasnicima kapitala uvek jednak uvećanju gotovine u jednom obračunskom periodu (najčešće godinu dana), koje su uvećane za isplate vlasnika, i umanjene za uplate vlasnika u obračunskom periodu.

Kalkulacija: $\text{GOTOVINA NA KRAJU OBRAČUNSKOG PERIODA} - \text{GOTOVINA NA POČETKU OBRAČUNSKOG PERIODA} + \text{Isplaćene dividende} + \text{Otkup sopstvenih akcija i udela} - \text{Uvećanje osnovnog kapitala}$

Gotovinski tok raspoloživ vlasnicima kapitala i poveriocima je gotovinski iznos koji može biti isplaćen poveriocima i akcionarima zbirno, nakon plaćanja svih dospelih obaveza iz poslovanja i/ili finansiranja novih investicija. Posmatrano drugačije, to je iznos gotovine koji bi mogao biti isplaćen akcionarima (poveriocima) kada društvo ne bi imalo nikakve finansijske obaveze. Osim trenutnog gotovinskog toka društva, koji je raspoloživ vlasnicima kapitala, vlasnici bi imali pravo i na gotovinu namenjenu otplati glavnice kredita i pripadajuće kamate (dividende), koje se isplaćuju poveriocima.

Kalkulacija: Gotovinski tok koji pripada vlasnicima kapitala - Dugoročni krediti (prilivi) - Kratkoročni krediti (prilivi) + Dugoročni krediti (odlivi) + Kratkoročni krediti (odlivi) + Plaćene kamate $\times$ (1 - stopa poreza na dobit)⁷

Tabela 13 – Analiza gotovinskih tokova

Analiza gotovinskih tokova	2011. godina	2012. godina	2013. godina	2014. godina
Gotovinski tok raspoložen vlasnicima	-687.896	-56.096	3.001.014	-1.355.449
Gotovinski tok raspoloživ vlasnicima kapitala i poveriocima	1.205.975, 6	-266.417	- 3.712.321,5	-1.355.449

Izvor: *Izrada autora*

Air Serbia je imala negativne gotovinske tokove, raspoložive vlasnicima kapitala u 2011. 2012. i 2014., a pozitivan gotovinski tok u 2013. Što se tiče gotovinskog toka raspoloživog vlasnicima kapitala i poveriocima on je u sve četiri godine bio negativan. U 2014. godini vlasnicima društva nakon plaćanja svih finansijskih i poslovnih obaveza, kao i investicija i finansiranja ostaje dug od 1.355.449 hiljada dinara. Primera radi, da se društvo nije zadužilo kod poverioca, vlasnici bi sami morali finansirati trenutne investicije, i u tom slučaju bi trebali uneti 1.355.449.000 dinara kapitala u gotovini.

⁷Na razvijenim finansijskim tržištima kada je praktično izvodljivo da vlasnici kapitala otkupe finansijske obaveze (nakon akcija postanu vlasnici i svih korporativnih obveznica) i time ujedno postanu i poverioci društva, korekcija za kamatu ne bi bila neophodna. Ipak, na domaćem tržištu je to retka pojava i stoga je korekcija u većini slučajeva primenljiva. (Stanišić, 2016, 69)

3.8 DuPont analiza

Kroz DuPont analiza prezentujemo dekompoziciju stope prinosa na capital, na koji utiču određen broj faktora, koji se smatraju da imaju veoma značajnu ulogu u formiranju analize.

Ovaj deo nam daje odgovore na sledeća pitanja:

- Koji finansijski aspekti društva najviše imaju uticaj na stopu prinosa na kapital (ROE)?

Originalna DuPont jednačina ima sledeći oblik:

$$\text{ROE} = \text{Neto rezultat} / \text{Poslovni prihodi} \times \text{Poslovni prihodi} / \text{Poslovna imovina} \times \text{Poslovna imovina} / \text{Kapital}$$

Cilj ovakvog oblika jednačine jeste isticanje činjenica da na stopu prinosa, ostvarenu kroz jedan period, imaju značajan uticaj sledeći faktori: profitabilnost dobara i usluga (neto margina), efikasnost korišćenja imovine u generisanju prihoda (koeficijent obrta imovine), i zaduženost društva. U slučaju Air Serbia dekompozicija stope prinosa na kapital se može videti u narednoj tabeli.

Tabela 14 – Dekompozicija stope prinosa na kapital

2011.godina	2012. godina
-26,28% * 0,769 * 0,924 = -18,69%	-27,12% * 0,869 * 0,921 = -21,71%
2013. godina	2014. godina
-55,03% * 1,945 * 0,449 = -48,01%	1,36% * 2,282 * 1,907 = 6,01%

Izvor: Izrada autora

Air Serbia u analiziranim godinama ima negativan skor, osim u 2014. godini. Društvo je imalo pozitivnu neto marginu, što je pokazatelj da je strateško partnerstvo dalo pozitivan uticaj. Takođe, u pomenutoj godini koeficijent obrta imovine pokazuje 2,3 što je poprilično

dobro. Što se tiče zaduženosti relativno je visoka skoro 1,9 ali se ona kompenzuje sa koeficijentom, i na kraju dobijamo pozitivan rezultat.

3.9 Ostali pokazatelji

Kroz ostale pokazatelje vidimo nešto jasniju sliku društva. Naravno, sve zavisi od cilja i vremenskih ograničenja za obavljanje finansijske analize. Na osnovu toga, možemo izračunati i tumačiti pokazatelje.

Ova deo rada nam pruža odgovor na sledeća pitanja:

- Koliko ima učešća stalna imovina u poslovnoj imovini?
- Kolika iznosi prosečna neto zarada stalno zaposlenih u društvu?
- Da li, i koliko društvo plaća i obračunava porez na ostvareni rezultat?
- Koliko iznosi procenat stranog vlasničkog kapitala u društvu?
- Da li, i po kojoj stopi društvo obračunava kamata na finansijske obaveze?

Tabela 15 – Ostali pokazatelji

OSTALI POKAZATELJI	2011. godina	2012. godina	2013. godina	2014. godina
Učešće stalne u poslovnoj imovini	80,41%	81,25%	40,57%	38,47%
Racio pokrića kamata	-8,80	-6,99	-7,72	12,89
Procenat stranog vlasništva	nema podatka	nema podatka	nema podatka	nema podatka
Efektivna poreska stopa	/	/	/	/
Kamatna stopa	2,84%	1,70%	4,27%	0,10%
Prosečna neto zarada	94547	96286	98782	nema podataka

Izvor: Izrada autora

Udeo stalne u poslovnoj imovini, nam pokazuje procenat poslovne imovine za koju se ne očekuje da bude prodana ili potrošena u roku od godinu dana. U 2011. i 2012. godini kompanija je oko 81% svoje stalne imovine držala u poslovnoj imovini da bi se taj procenat značajno smanjio u 2013. i 2014. godini što se vidi u tabeli. Razlog ovog smanjenja je da

društvo nema kamatonosnu imovinu⁸, reklasifikacija nekretnina u investicione nekretnine, servisiranje aviona i svih pratećih delova, kao i nematerijalna ulaganja.

Racio pokrića kamate je indikator koji daje mogućnost društvu da iz rezultata pokriva rashode kamata obračunate na pozajmljene izvore. Racio pokrića kamate u 2011., 2012., i 2013. godini je negativan iz razloga što je EBIT negativna, a u 2014. godini Air Serbia bi mogla imati rashode kamata 12 puta veće od trenutnih, i to bez ulaska u zonu neto gubitka.

Što se tiče procenta stranog vlasništva nisu mogli da se nađu podaci potrebni za izračunavanje ove pozicije, jer statistički aneks nije javno dostupan.

Efektivna poreska stopa nam daje uvid u realizovano opterećenje porezom na dobit. Računanje stope vrši se stavljanjem u odnos obračunatog poreza na dobit i dobitka pre oporezivanja. Za privredna društva koja imaju negativan iznos dobitka pre oporezivanja, što je slučaj kod ovog društva za sve četiri godine, nije moguća kalkulacija ovog pokazatelja.

Kamatna stopa predstavlja prosečnu kamatnu stopu koja je izračunata na finansijske obaveze od strane banaka i drugih finansijskih institucija. Ukoliko pogledamo detaljnije informacije o uslovima po kojima se društvo zadužilo, nisu pružene informacije ni u napomenama uz finansijske izveštaje. Iz toga sledi da ovakav obračun može dati grubu procenu kamatne stope, što se odnosi na ovo društvo. Društvo je na svoje finansijske obaveze plaćalo prosečnu efektivnu kamatnu stopu u iznosu od 2,84% u 2011; 1,70% u 2012. godini; 4,27% u 2013. godini; i 0,10% u 2014.

Prosečna vrednost neto zarade ili plate u jednom društvu tokom, tokom jednog obračunskog perioda je prosečna neto zarada. Ona je obračunata u prve tri analizirane godine jer se za poslednju godinu ne mogu naći informacije. Ovi rezultati pokazuju neto sadašnju vrednost novca, i mali uticaj inflacije, s obzirom da se za kupovinu jednog evra u 2011. godini moralo izdvojiti oko 101 RSD, a 2012 i 2013 oko 113 RSD.

- 2011. godina – 94.547,28 hiljada dinara
- 2012. godina – 96.286,47 hiljada dinara
- 2013. godina – 98.782,28 hiljada dinara

⁸ Okvirnim ugovorom je utvrđeno da država preuzima odgovornost da servisira kredite koji su nastali do 31.12.2014.

4 Kreditna analiza – Air Serbia

Kreditna analiza je vrsta analize koja pokazuje analitičarima i stejkholderima kolika je verovatnoća da kompanija u naredne dve godine ode u stečaj i koliko je sigurno investirati u u nju. Za potrebe ovog rada, kreditna analiza se radi za 2014.godinu. U jednačini su prikazani sledeći ratio brojevi:

• T1 = Neto obrtni fond / Poslovna imovina	—————→	-0,796
• T2 = Neraspoređeni dobitak / Poslovna imovina	—————→	-2,290
• T3 = EBIT / Poslovna imovina	—————→	0,025
• T4 = Kapital / Ukupne obaveze	—————→	-0,827
• T5 = Poslovni prihodi / Poslovna imovina	—————→	2,265

4.1 Z – skor za privatna privredna društva

Z skor za privatna privredna društva je oblik Z skora koji je namenjen društvima čijim se kapitalom ne trguje na berzi, tj zatvorena akcionarska privredna društva.

$$\text{Z skor za privatna privredna društva } Z' = 0,717 \times T1 + 0,847 \times T2 + 3,107 \times T3 + 0,420 \times T4 + 0,998 \times T5$$

Računanje zona finansijske sigurnosti:

$Z' > 2,90$ -“Bezbedna” zona,

$1,23 < Z' < 2,90$ -“Siva” zona,

$Z' < 1,23$ -“Problematična” zona

Z skor za privatna privredna društva, izračunat u Microsoft Excel-u je pokazao da iznosi **-0,52** u 2014. godini, a što se tiče zone bezbednosti, ova kompanija se nalazi u problematičnoj zoni bezbednosti. Korisnije od gore iznete klasifikacije po zonama finansijske sigurnosti može biti konvertovanje skora u kvazi-verovatnoću stečaja po sledećoj formuli: Konvertovanje u kvazi verovatnoću pruža precizniju i jasniju sliku, za razliku od implicirane

vrednosti Z' iz razloga što Altmanov Z skor potiče od diskriminacione analize a ne od logičke regresije.

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

U Excel-u kalkulacija se radi na sledeći način: Z' skor implicirana verovatnoća stečaja za privatna društva = $1 - \text{EXP}(Z') / (1 + \text{EXP}(Z'))$. Verovatnoća da kompanija Air Serbia u naredne dve godine ode u stečaj je **62,71%**.

4.2 Z – skor za industrijska društva i društva koja posluju na tržištima u razvoju

Z skor za industrijska društva i društva koja posluju na tržištima u razvoju imaju oblik Z skora koji je prilagođen neproizvodnim i proizvodnim industrijskim društvima, kao i društvima koja posluju u tržištima u razvoju.

Kalkulacija: $Z'' = 6,56 \times T1 - 2,29 \times T2 + 6,72 \times T3 - 0,827 \times T4$

Klasifikacija u zone finansijske sigurnosti:

- $Z'' > 2,6$ -“Bezbedna” zona,
- $1,1 < Z'' < 2,6$ -“Siva” zona,
- $Z'' < 1,1$ -“Problematična” zona

Z skor za industrijska društva i društva koja su na tržištima u razvoju kao Air Serbia, pokazuje da u 2014. godini rezultat iznosi **0,87**. Dok u finansijskim zonama sigurnosti, kompanija se nalazi u problematičnoj zoni.

Pokazatelj Z skora za privatna privredna društva, kao i za industrijska društva i društva koja posluju u tržištima u razvoju su pokazali skoro identične rezultate, a oni glase da društvo ima velike šanse da ode u stečaj u narednim godinama.

4.3 Prilagođeni Z – skor model

Uz pomoć Z – skor metodologije je moguće utvrditi kreditni rejting privrednih društava koje vrše svoje poslovanje u Republici Srbiji i to na osnovu sledeće formule:

$$Z''_{\text{prilagođeni}} = 3,25 + 6,56 \times T1 + 3,26 \times T2 + 6,72 \times T3 + 1,05 \times T4$$

$Z''_{\text{prilagođeni}}$ za 2014. godinu za kompaniju Air Serbia iznosi **-10,14**. Na osnovu tabele sa desne strane može se videti da je na osnovu izračunatog rezultata kreditni rejting D. To potvrđuje da je kompanija u finansijskim poteškoćama.

Republika Srbija je bila 100% vlasnik do 2013. godine, a zatim je sklopljeno strateško partnerstvo, i sada je država većinski vlasnik domaćeg avio prevoznika. Uzevši u obzir ove činjenice, minimalne su mogućnosti da domaća avio kompanija, kao i par državnih institucija ode u stečaj, jer bi to narušilo ugled državi i čitavom regionu.

Kreditni rejting	Prosečna vrednost $Z''_{\text{prilagođeni}}$
AAA	8,15
AA+	7,60
AA	7,30
AA-	7,00
A+	6,85
A	6,65
A-	6,40
BBB+	6,25
BBB	5,85
BBB-	5,65
BB+	5,25
BB	4,95
BB-	4,75
B+	4,50
B	4,15
B-	3,75
CCC+	3,20
CCC	2,50
CCC-	1,75
D	0,00

5 Rizik

Bez rizika nema ni profita. Za svaku ljudsku aktivnost vežemo rizik: sport, građevina, kozmetika itd. Takođe prednjače i finansijski rizici, od kojih najčešće strepe investitori.

U finansijski rizik spada sve u čemu možemo izgubiti novac, odnosno gde nam je neizvestan finansijski dobitak (gubitak). Finansijske rizike koji su bitni za poslovanje društva delimo u dve grupe: tržišni i kreditni

Kreditni rizik je vrlo važan za odobravanje kredita i polazi od solventnosti društva jako je značajna stavka likvidnost i profitabilnost društva. Tržišni rizik vezan je za hartije od vrednosti, akcije, obveznice i zavisi od neto sadašnje vrednosti budućeg novčanog toka.

Jedan od najčešće korišćenih modela za utvrđivanje zahtevane stope prinosa na investiciju, na bazi njenog sistemskog rizika je **CAPM**.

5.1 CAPM Model

CAPM model se koristi za određivanje troška kapitala, koji su investitori spremni da ulože u neki novi projekat, propuštajući slične alternative.

Capital Asset Pricing Model (CAPM) opisuje vezu između sistemskog rizika i očekivanog prinosa na hartije od vrednosti. Takođe, on objašnjava vezu koju investitori zahtevaju; bezrizična stopa prinosa dodavanjem premije rizika daje zahtevanu stopu prinosa. Odnosno, CAPM model se računa: **zahtevana stopa prinosa = bezrizična stopa prinosa + premija rizika**.

Dakle, očekivanu stopu prinosa, koju investitor determiniše, određuju visina bezrizične stope prinosa, vrednost beta koeficijenta i premija rizika.

Prema CAPM modelu očekivana stopa prinosa se računa kao:

$$R = R_f + \beta \times (R_m - R_f)$$

R - očekivana stopa prinosa

R_f - bez rizična stopa, obično stopa koja se pripisuje trezorskim zapisima i obveznicama, gde je beta koeficijent(β) jednak nuli.

R_m - stopa prinosa na tržišni portfolio

β - beta koeficijent investicije

CAPM model je zasnovan na nekoliko pretpostavki:

- Postoji savršena konkurencija
- Postojanje jednog datuma kada se investitorima isplaćuje gotovina od dotične investicije
- Investitori ne mogu vršiti uticaj na cenu individualnim transakcijama
- Svi investitori imaju averziju prema riziku.
- Investitori imaju isti period investiranja
- Moguće je neograničeno pozajmljivanje i davanje u zajam po bezrizičnoj stopi koja je jednaka za sve investitore
- Svi investitori imaju iste informacije i isti rizik
- Nema dodatnih transakcionih troškova, niti dodatnih poreza
- Svi investitori očekuju identične srednje vrednosti, kao i za varijanse i kovarijanse prinosa - homogena očekivanja

Ukratko ćemo predstaviti najvažnije komponente CAPM modela

5.2 Bez rizična stopa

Bez rizična stopa se vezuje uglavnom za nerizične hartije od vrednosti. Obično njih izdaje emituje država, kada hoće da se sufinansira, i to su najčešće obveznice. Najsigurnije među njima su Treasury bills kojima stopa rizika iznosi 0%. Treasury bills su kratkoročne obveznice SAD - i one su ulaganje sa minimalnim rizikom.

5.3 Beta koeficijent

Beta koeficijent je mera sistemskog rizika. On ne uzima u obzir rizik koji se može eliminisati procesom diversifikacije. Beta koeficijent tržišta hartija od vrednosti je po definiciji 1. Hartije od vrednosti koje imaju vrednost beta koeficijenta manju od 1 su ispodprosečno rizične u smislu sistemskog rizika, a hartije od vrednosti koje imaju vrednost ovog koeficijenta veću od 1 su nadprosečno rizične.

5.4 Premija rizika

Premija rizika je očekivana razlika u prinosu između tržišta i bezrizičnog ulaganja. Tj. beta koeficijent se množi sa premijom rizika koji daje stopu prinosa, i ukoliko postoji bez rizična stopa dodaje se na očekivanu stopu prinosa.

Njena vrednost se dobija posmatranjem istorijskih podataka o prinosima tržišnih indeksa (kao što je S&P 500) i bezrizičnih hartija od vrednosti (kao što su T-bills).

5.5 Korigovanje beta koeficijenta za efekat leveridža tj. levered vs unlevered beta

Odnos koji postoji između sopstvenog i tuđeg finansiranja naziva se finansijska poluga. Ovaj odnos bi trebao biti jednak, tj. koliko se društvo finansira iz sopstvenog toliko bi trebalo da se finansira iz tuđeg kapitala (kredita). Idealan odnos ovih normi je 1. Postoji levered beta koeficijent i on se odnosi na društva koja imaju finansijsku polugu i veći sistemski rizik nose. Obrnuto tome, postoji i unlevered beta koeficijent i on nosi niži sistemski rizik i nema finansijsku polugu.

U obračunu rizika, objašnjeno je u sledećem poglavlju, korišćena je donja i gornja granica, tj. pretpostavka da društvo nema nikakvu finansijsku obavezu i da je ima.

6 Projekcija za budući period

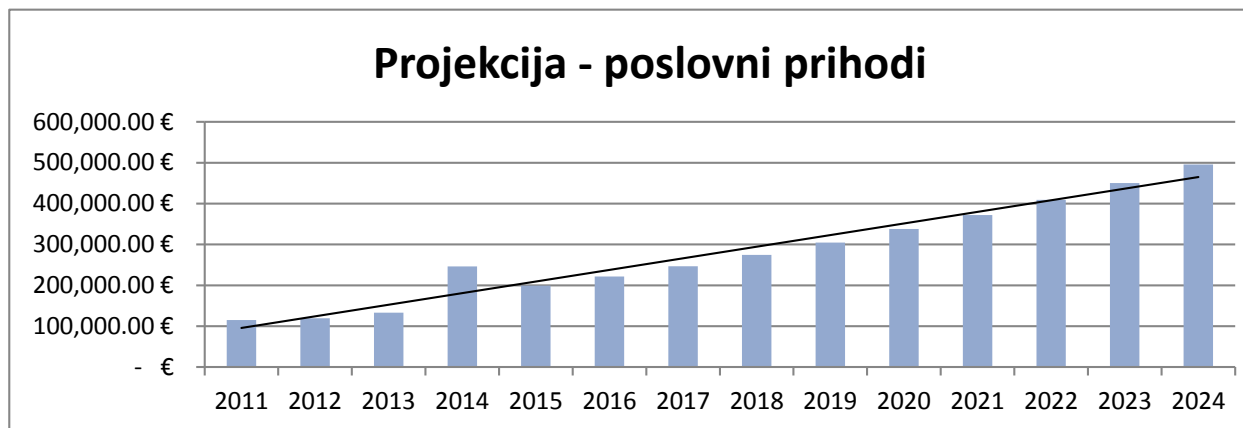
U okviru projekcije navešćemo samo najbitnije stavke koje nam prikazuju avio kompaniju prema našoj projekciji, i kakvo je naše predviđanje u okviru društva.

6.1 Projekcija bilans uspeha

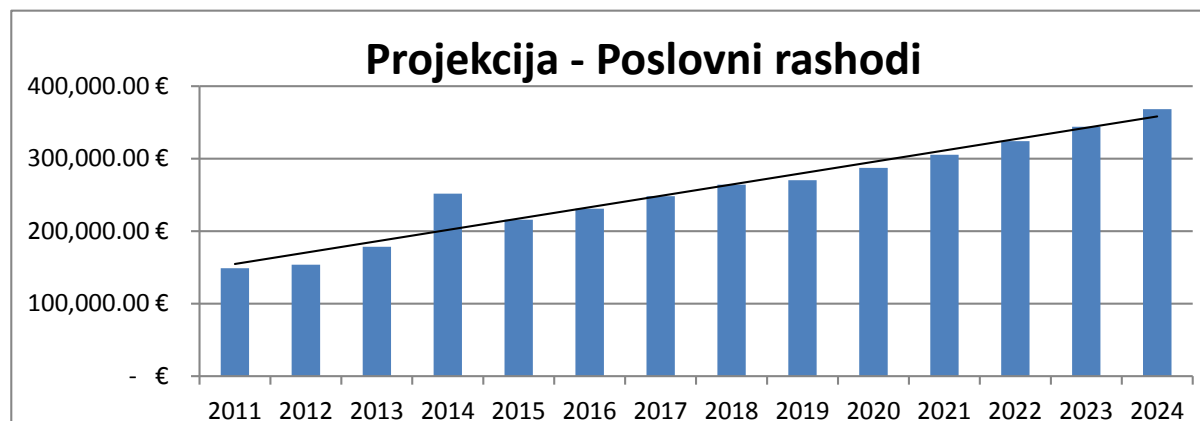
Očekujemo rast prihoda u 2015. godini do 2020. godine, dve godine nakon završetka strateškog partnerstva koje će verovatno biti produženo, od 11%, a nakon toga sledi iznos od 10% na godišnjem nivou - zbog napretka i razvoja tržišta i avio industrije, uvođenja novih destinacija (Afrika, Azija, Bliski Istok, Amerika), jačanje kupovne moći.

Poslovni rashodi prate prihode od prodaje u svim godinama u projekciji, osim troškova zarada i troškova amortizacije. Troškovi zarada mora da prate inflaciju kao jedan od glavnih pokazatelja, uz to i kursnu razliku, dok su troškovi amortizacije izračunati aritmetičkom sredinom od zbira svega što društvo poseduje oko 15%.

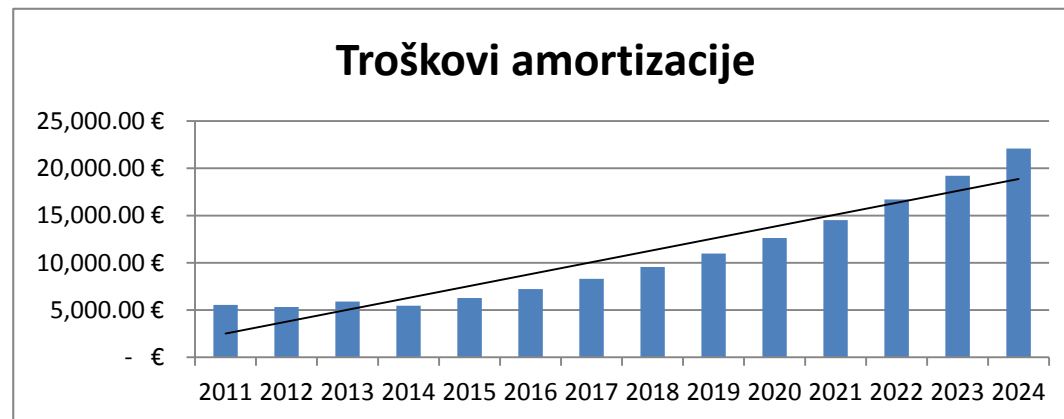
Dijagram 6 – Projekcija poslovnih prihoda sa linijom trenda

*Izvor: Izrada autora*

Dijagram 7 – Projekcija poslovnih rashoda sa linijom trenda

*Izvor: Izrada autora*

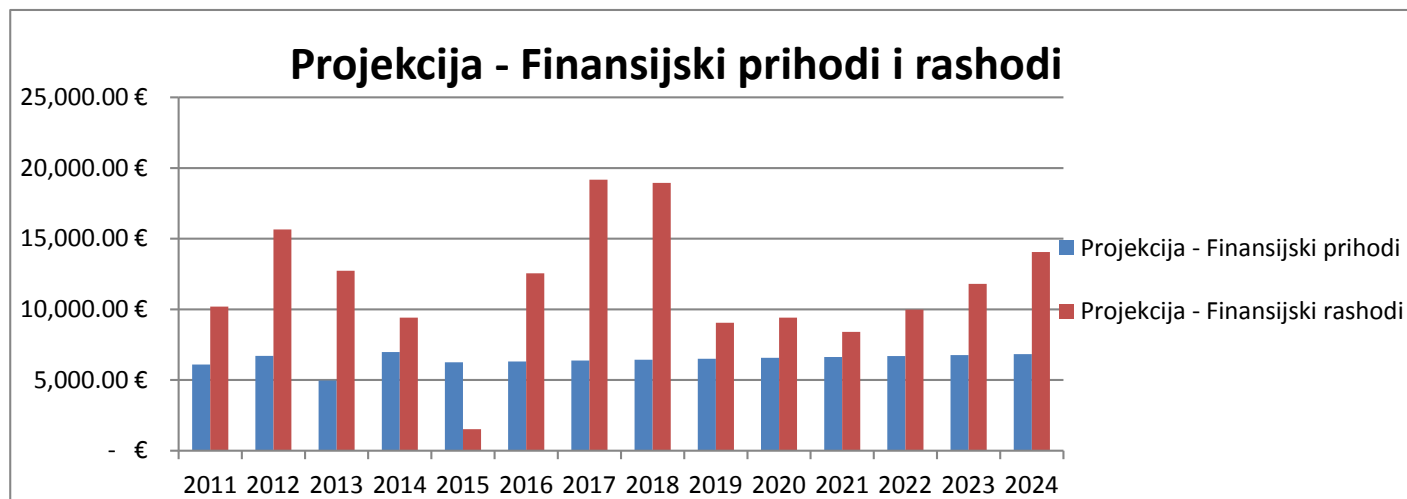
Dijagram 8 – Troškovi amortizacije sa linijom trenda



Izvor: *Izrada autora*

Što se tiče finansijskih prihoda i rashoda, prihodi zavise od kamata, dividendi, kursnih razlika i ostalih finansijskih prihoda, na koje je uzet prosek i pomnožen sa 1%. Što se tiče finansijskih rashoda, uzet je prosek koji prati finansijske prihode.

Dijagram 9 – Projekcija finansijskih prihoda i rashoda



Izvor: Izrada autora

6.2 Projekcija bilans stanja

Što se tiče projekcije bilansa stanja nije urađena iz razloga što ima dosta velikih razlika u stavkama.

6.3 Projekcija novčanih tokova

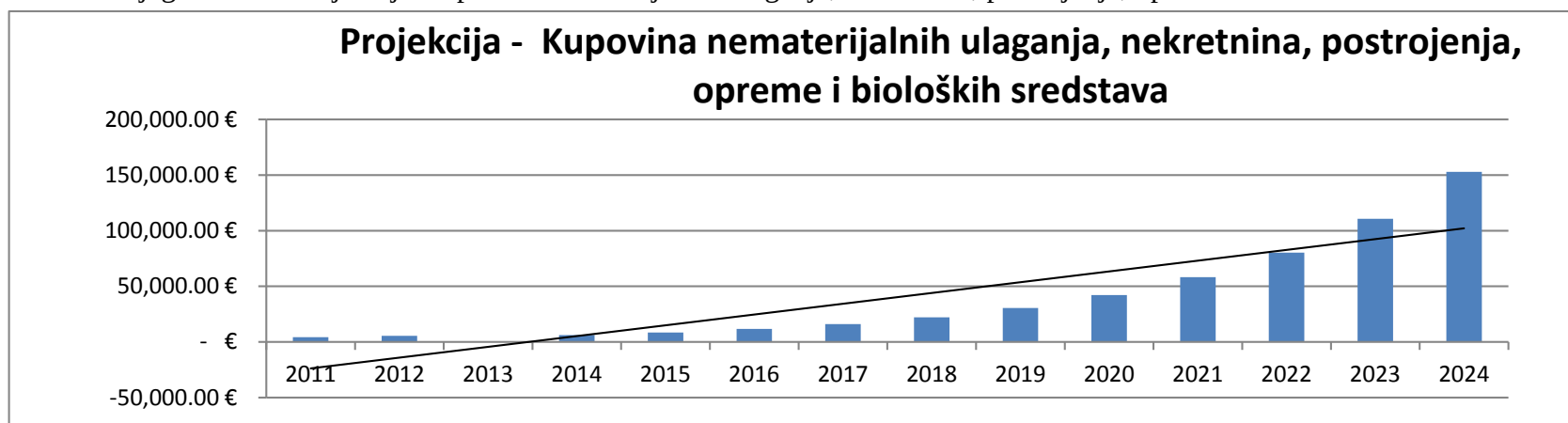
Na osnovu prikazanih podataka, u svim godinama vidimo određene iznose osim u godini 2013. U 2013. godini u zvanični finansijski izveštajima ne stoji nikakav podatak.

Kupovina nematerijalnih ulaganja, nekretnina, postrojenja, opreme i bioloških sredstava je projektovana na sledeći način.

Svaka navedena vrednost u projekciji je izračunata: $(\text{Kupovina nematerijalnih ulaganja, nekretnina, postrojenja, opreme i nekretnina 2014} / (\text{Nekretnine, postrojenja i oprema 2014} + \text{Investicije nekretnine 2014})) * (\text{Nekretnine, postrojenja i oprema 2015} + \text{Investicije nekretnine 2015}) * 1,20$

I svaka godina u ovom delu projekcije je pomnožena sa 20%.

Dijagram 10 – Projekcija Kupovine nematerijalnih ulaganja, nekretnina, postrojenja, opreme i bioloških sredstava



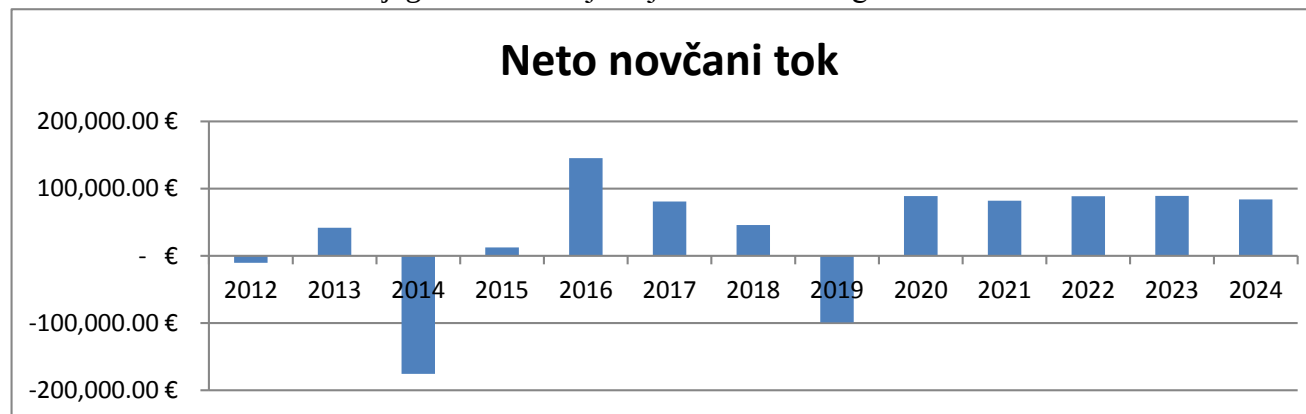
Izvor: Izrada autora

Gotovinski tokovi ili ti neto novčani tok (Cash flow) su možda i najvažnija stavka finansijskih izveštaja, jer oni prikazuju kretanje kapitala koje su uložili vlasnici i poverioci. Takođe oni prikazuju i sposobnost društva da u kratkoročnom periodu (do jedne godine najčešće) pokriju sve svoje obaveze. Naravno, uzeli smo projekciju koja se zasniva na bilansu stanja i uspeha.

Glavni pokazatelji kod neto novčanog toka su neto dobitak koji varira u minusu do 2018, posle čega ima konstantni rast do kraja projekcije. Takođe obrtna imovina se povećava iz godine u godinu. Što se tiče dugoročnih kredita, imaju stabilan rast, do kraja projekcije i oni se naravno povećavaju uz blagi postotak.

Na kraju, imamo poziciju Neto dobitak - Kupovina +Troškovi amortizacije + Priliv gotovine iz pozajmljenih izvora + Priliv gotovine iz neto obrtne imovine, koja je najznačajnija u gotoviskom toku, i dokazuje našu tvrdnju da je društvo blagim ulaskom u dobitak 2015. godine nastavlja trend pozitivnog prinosa.

Dijagram 11 – Projekcija neto novčanog toka



Izvor: Izrada autora

U neto novčanom toku vidimo u 2014. godini ogoroman minus. Razlog tom minusu je strateško partnerstvo, i uslova pod kojima je ono potpisano⁹. U nastavku vidimo izlazak iz minusa i ulazak u pozitivan skor. Od 2016. godine neto novčani tok je u padu do 2019. godine kada prelazi u minus, i to je očekivano, iz razloga što u ugovoru koji je potpisan stoji da do 2018. Vlada i Etihad vrše određene uplate na tekući račun društva.

⁹ Etihad Airways i Vlada Republike Srbije obavezali su se da ulože po 40 miliona američkih dolara, kao i da obezbede dodatna sredstva u maksimalnom iznosu od po 60 miliona dolara.

Pod pretpostavkom da se strateško partnerstvo završava 2019. godine, kao što je naznačeno u ugovoru, dolazi do izlaska određenog dela kapitala pa shodno tome vidimo i minus u neto novčanom toku za 2019. godinu. Dalje sledi da od 2020. pa do kraja projekcije 2024. godine domaći avio prevoznik staje opet staje na svoje noge, posle izuzetno burnog perioda. Takođe možemo i to slikovito videti na dijagramu iznad.

6.4 Projekcija rizika

U projekciji iz 2014. godine vidimo ratio zaduženosti od 267,20%, koliko je tada postojao, što je izuzetno veliki procenat, dok za 2024. imamo 300%.

Efektivna poreska stopa u obe posmatrane godine (2014. i 2024) iznosi 15%, što predstavlja odnos plaćenog poreza i dobitka (gubitka) pre poreza tj EBIT.

Dakle, beta koeficijent umanjen za efekat finansijskog leveridža (unlevered beta) pokazuju iste iznose u oba perioda a to je 0,86. Beta koeficijent sa dodatkom finansijskog leveridža uzimajući u obzir delatnost društva (levered beta) pokazuje iz 2014. godine 2,81 i na završetku projekcije 3,05.

Levered beta pomnožen sa bezrizične stope i očekivane premije rizika daje cenu kapitala. Ona iznosi 14% u 2014. godini a 15% na završetku projekcije.

Očekivana stopa rasta bi bila 10%.

Tabela 16 – Projekcija rizika

Naziv	Sada	2024
Ratio zaduženosti	267,20%	300,00%
Beta koeficijent delatnosti umanjen za efekat finansijskog leveridža	0,86	0,86
Efektivna poreska stopa	15%	15%
Beta koeficijent kompanije imajući u vidu njenu delatnost i stepen finansijskog leveridža	2,81	3,05
Cena kapitala	14%	15%
Stopa rasta		0,10%

Izvor Izrada autora

6.5 Rezultat projekcije

Na osnovu svega do sad navedenog prikazaćemo rezultat Air Serbia u prvih 10 godina i nakon tog perioda. Neto sadašnja vrednost za prvih 10 godina na osnovu projekcije iznosi 306.815.72. milijardi evra tj. sadašnja vrednost društva počevši od 2015 do 2024. godine. Takođe neto sadašnja vrednost nadalje nam pokazuje koliko će društvo vredeti nakon isteka perioda od 10 godina, a to je u ovom slučaju 142.605.26. milijardi evra. Dok, ukupna sadašnja vrednost kapitala nam prikazuje zbir prethodno navedenih cifara i ona iznosi 454.169.06 milijardi evra.

Z skor nam daje uvid kolika bi bila vrednost kapitala ako je korigovana za verovatnoću stečaja i to u ovom slučaju na osnovu projekcije iznosi 169.359.64 milijarde evra, na osnovu javno dostupnih informacija u Agenciji za privredne registre.

Tabela 17 – Obračun finalne projekcije - kapitala

Neto sadašnja vrednost prvih 10 godina	311.563,80 €
Neto sadašnja vrednost nadalje	142.605,26 €
Ukupna sadašnja vrednost kapitala	454.169,06 €
Vrednost kapitala korigovana za verovatnocu stečaja	169.359,64€

Izvor: *Izrada autora*

Zaključak

Analiza finansijskih izveštaja je bitna za donošenje poslovnih odluka jednog privrednog društva. Finansijska analiza i njeno razumevanje imaju veliki značaj za za ostale stejkholdere. Najznačajniji stejkholderi na tržištu su vlasnici i poverioci od kojih zavisi budućnost društva. Dok menadžeri upravljaju njihovim kapitalom, i oni koriste finansijske izveštaje kako bi postigli što veći prinos, smanjili zaduženost i doveli društvo do ciljanih rezultata. Takođe, država i njeni organi koriste računovodstvene informacije kako bi utvrdili mere ekonomske politike, doneli odgovarajuće odluke, i ostvarili što bolji prinos na uloženi kapital, itd.

U radu smo postavili određena pitanja i na njih analizom dobili odgovore. Društvo se zvalo u 2011. i 2012. godini Jat Airways, a kasnije je promenjen naziv, i društvo je preimenovano na "Air Serbia". Korišćen je trenutni naziv društva (Air Serbia). Što se podataka tiče u 2013. godini, nisu relevantni zbog strateškog partnerstva koje se u toj godini desilo. Značajni podaci, kao što i sam naslov kaže su godine 2012. i 2014. godina, tj. godina pre i godina posle strateškog partnerstva. Te godine su značajne zbog hipoteze istraživanja, kao i zbog predmeta i cilja. Takođe, dobijamo odgovor na pitanje, da li je u ekonomsko-finansijskoj analizi društvo ostvarilo bolje poslovanje pre ili posle strateškog partnerstva.

Uzevši u obzir gore navedeno, godine koje nam pružaju jasnu sliku društva su 2012. i 2014. 2012. godina nam pruža celokupno vlasništvo Republike Srbije, dok 2014. nam prikazuje kakvo je bilo stanje nakon samo godinu dana od sklapanja strateškog partnerstva.

Uključili smo i projekciju do 2025. godine i dobili zadovoljavajući rezultate. Na osnovu svega navedenog, zaključak analize finansijskih izveštaja kompanije Air Serbia je sledeći:

- Kompanija u velikoj meri koristi pozajmljene izvore finansiranja, od kojih se određen procenat odnosi na izvore finansiranja na koje se obračunava kamata. U četiri analizirane godine društvo se pokazalo kao prezaduženo, ali se zaduženost smanjila u poslednjoj godini poslovanja, tj godinu dana nakon strateškog partnerstva.
- Air Serbia nema dovoljno obrtno imovine za pokriće svojih kratkoročnih obaveza ni u jednoj od analiziranih godina, pa ima negativan neto obrtni fond. Ali moramo reći da je

NFO skoro duplo smanjen minus od prethodne godine iako je rezultat negativan. Možemo reći da se društvo malo popravilo u ostalim stavkama likvidnosti u 2014. godini u odnosu na prethodne godine.

- Air Serbia je poslovala sa negativnim neto rezultatom prve tri analizirane godine, dok je u 2014. godini ostvaruje blagi ulazak u profit. Obzirom da je neto margina negativna ne mogu se izračunati određena racia kao prinos na kapital (Return on Equity – ROE), što se tiče ostalih racia profitabilnosti ona nam pokazuju negativne vrednosti sa tendencijom smanjenja i prelaska u pozitivan skor, kao što su poslovna margina koji u direktnu vezu stavlja poslovni rezultat i poslovne prihode, kao i (ROA – Return on Assets) koji veže poslovni rezultat i poslovnu imovinu.
- U Dupont analizi pređeni su pokazatelji koji su stavljeni u odnos nekih najvažnijih stavki u kojima se vidi šta društvo treba da popravi, i čemu treba da daje veći značaj.
- Kod ostalih pokazatelja vidimo napredak u stavkama koje su javno dostupne.
- Industrijski Z skor i Z skor za privatna privredna su pokazali nezadovoljavajuće rezultate. Društvo je u problematičnoj zoni, kao i Z prilagođeni. S obzirom na činjenicu da je većinski vlasnik država, pretpostavljamo da društvo neće otići u stečaj, jer bi to narušilo njen ugled.
- Kroz rizik društva obradili smo CAPM model, kao i najvažnije komponente koje su značajne za dalju projekciju.
- Projektovan su bilans uspeha i novčani tokovi, kao najvažniji elementi budućeg poslovanja, i u njima vidimo trend rasta poslovnih prihoda i rashoda, amortizacije, finansijskih prihoda i rashoda, i svi oni pokazuju pozitivan rezultat društva.
- Dalje govoreći o neto novčanim tokovima, prikazano je stanje koje dovodi do rasta domaćeg avio-prevoznika, što se može videti u projekciji neto novčanih tokova.
- S obzirom na postavljenu hipotezu, naš cilj bio je da analiziramo poslovanje kompanije pre i posle ulaska u strateško partnerstvo (2012. i 2014.). Činenjično stanje prikazuje da je ovaj potez sa ekonomske i finansijske strane bio pozitivan. Sa druge strane imamo projekciju koja potvrđuje tvrdnju iz perspektive analiziranih godina, da se poslovanje nastavlja u trendu rasta, a budućnost će pokazati da li smo bili u pravu.

Literatura

- Barjaktarević L., (2012), Upravljanje rizikom, Univerzitet Singidunum, Beograd
- Blumer K., (1986), Die kaufmännische Bilanz, Verlag des Schweizerischen Kaufmännischen Vereins, Zürich
- Brdar I, Spasić V., (2010), Avio-saobraćaj u Srbiji sa posebnim osvrtom na niskobudžetne avio-kompanije, Singidunum revija, Vol. 7., No. 1.;
- Brili R.A., et al., (2010), Osnovi korporativnih finansija, Mate, Beograd;
- Čavić D., (2008), Ključni spektri revizorskog izveštaja, Škola biznisa, Vol. 2., br. 20., Visoka poslovna škola strukovnih studija, Novi Sad;
- Diguít L., (1929). Preobražaji javnog prava, Beograd;
- Fischer P., (1974). Die internationale Konzession, Vienna-New York;
- Heinen E., (1962), Handelsbilanzen, 3 Auflage, Gabler, Wiesbaden
- Knežević G., (2007), Ekonomsko-finansijska analiza, Univerzitet Singidunum, Beograd;
- Knežević G., (2008), Analiza finansijskih izveštaja, Univerzitet Singidunum, Beograd;
- Knežević G., et al., (2013), Analiza finansijskih izveštaja, Univerzitet Singidunum, Beograd
- Knežević G., et al., (2013), Analiza finansijskih izveštaja, Univerzitet Singidunum, Beograd;
- Kostka G., (1978), Bilanzen, Gabler Verlag, Wiesbaden
- Kotler P., et al., (2014), Marketing menadžment, Mate, Zagreb;
- Kotler P., K. L. Keller (2006), Marketing Menadžment, Data Status, Beograd
- Nićin N., Bulatović A., (2015), Bilans fuzije kao vrsta specijalnog bilansa, Evropska revija, Naučni časopis evropskog univerzitetskog Brčko distrikta, Vol. 1., Br. 1., str. 32-40., dostupno na: www.evropskiuniverzitet-brcko.com/casopis/Evropska-revija-Brcko-jul-2015.pdf#page=32, preuzeto dana 27.07.2016.
- Petković A., (2010), Forenzička revizija, Kriminalne radnje u finansijskim izveštajima, Proleter A.D. Bečej, Novi Sad;
- Ranković J.M. (2007), Teorija bilansa, CID Ekonomskog fakulteta u Beogradu, Čigura print, Beograd

- Rodić J., (2011), et al, Analiza finansijskih izveštaja, Proleter, Bečej;
- Šnjegota D., Radisavljević V.D., (2014), Informaciona moć bilansa spajanja u funkciji shvatanja značaja i primjene pravila bilansiranja, ACTA ECONOMICA, Br. 20., str. 191-211., dostupno na: <http://doisrpska.nub.rs/index.php/actaeconomica/article/view/191S/1119>, preuzeto dana 27.07.2016.
- Snozzi G., (1970), L'interpretation du bilan, Dunod, Paris
- Stanišić M., (2009), Metodologija revizije, Univerzitet Singidunum, Beograd;
- Stanišić M., et al., (2009), Revizijski zaključni izveštaj, Unvierzitet Singidunum, Beograd;
- Stanišić N. (2010), Doktorska disertacija - koncept vrednosti za akcionare i mogućnosti primene odgovarajućih metodoloških rešenja na tržištu kapitala u Srbiji, Univerzitet Singidunum, Beograd
- Stanišić N., (2013), Analiza finansijskih izveštaja, Beograd, dostupno na www.academia.edu/5505486/Analiza_finansijskih_izve%C5%A1taja, preuzeto dana 20.03.2016.
- Stanišić N., (2016), Analiza finansijskih izveštaja - skripta, Beograd
- Veselinović, B., et al., (2011), Poslovne finansije - teorija i praksa, Fakultet za ekonomiju i inženjerski menadžment u Novom Sadu, Novi Sad
- Veselinović, B., et al., (2011), Poslovne finansije - teorija i praksa, Fakultet za ekonomiju i inženjerski menadžment u Novom Sadu, Novi Sad
- Vučković B., (2014), Značaj pojedinih indikatora poslovanja određenim grupama analitičara, Ekonomija: teorija i praksa, Vol. 7, Br. 1. 3

Internet izvori:

- <http://www.accaglobal.com/gb/en/student/exam-support-resources/fundamentals-exams-study-resources/f9/technical-articles/CAPM-theory.html>
- <http://www.ekof.bg.ac.rs/wp-content/uploads/2014/05/1207AHOV-4cas.pdf>
- <http://www.investopedia.com/>

- <http://www.ratel.rs/upload/documents/WACC%20studija%20za%202014%20-%20SBB%20-%20jun%202015.pdf> preuzeto 15.3.2017.
- www.academia.edu/5505486/Analiza_finansijskih_izve%C5%A1taja, preuzeto 20.03.2016.
- www.apr.gov.rs preuzeto od 01.03.2016. do 28.03.2016.
- www.blic.rs/vesti/ekonomija/er-srbija-zabelezila-znacajan-rast-putnickog-i-kargo-prevoza-u-2015/vyz65hj, preuzeto dana 02.03.2016.
- www.cbsnews.com/news/how-do-airlines-rank-in-on-time-performance/, preuzeto dana 19.05.2016.
- www.doisrpska.nub.rs/index.php/actaeconomica/article/view/191S/1119, preuzeto dana 27.07.2016.
- www.ekfak.kg.ac.rs/sites/default/files/nastava/Novi%20Studijski%20Programi/IV%20godina/SpecijalniBilansi/Vezbe/BilansiFuzije.pdf, preuzeto dana 10.08.2016.
- www.evropskiuniverzitet-brcko.com/casopis/Evropska-revija-Brcko-jul-2015.pdf#page=32, preuzeto dana 27.07.2016.
- www.scindeks.ceon.rs/Article.aspx?artid=2217-54581401019V, preuzeto dana 04.03.2016.
- www.singipedia.singidunum.ac.rs/content/617-Avio-saobracaj-u-Srbiji-sa-posebnim-osvrtom-na-niskobudetne-avio-kompanije, preuzeto dana 04.03.2016.
- www.statista.com/statistics/234955/passenger-load-factor-plf-on-international-flights/, preuzeto dana 19.05.2016.

Zakoni i drugi akti:

- Zakonom o javnom-privatnom partnerstvu i koncesijama (*"Sl. glasnik RS", br. 88/2011 i 15/2016*)

Prilozi

Tabela projekcije - Bilans uspeha u Eur

A. PRIHODI I RASHODI IZ REDOVNOG POSLOVANJA	AOP	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
I. POSLOVNI PRIHODI (202 + 203+ 204 - 205 + 206)	201	115.139,90 €	119.365,88 €	132.940,53 €	246.362,47 €	199.361,45 €	221.720,37 €	246.616,02 €	274.341,35 €	304.518,90 €	338.015,98 €	371.941,68 €	409.273,62 €	450.353,90 €	495.559,03 €
1. Prihodi od prodaje	202	111.013,69 €	115.042,35 €	125.803,33 €	174.081,61 €	193.230,59 €	214.485,96 €	238.079,41 €	264.268,15 €	293.337,64 €	325.604,78 €	358.165,26 €	393.981,79 €	433.379,97 €	476.717,96 €
2. Prihodi od aktiviranja učinaka i robe	203	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €
3. Povećanje vrednosti zalihna učinaka	204	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €
4. Smanjenje vrednosti zalihna učinaka	205	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €
5. Ostali poslovni prihodi	206	4.126,22 €	4.323,53 €	7.137,19 €	72.280,85 €	6.130,86 €	7.234,42 €	8.536,61 €	10.073,20 €	11.181,25 €	12.411,19 €	13.776,42 €	15.291,83 €	16.973,93 €	18.841,06 €
II. POSLOVNI RASHODI (208 do 212)	207	149.015,93 €	153.790,78 €	178.556,90 €	251.688,04 €	215.825,16 €	230.941,00 €	248.188,06 €	264.070,59 €	270.265,92 €	287.393,25 €	305.363,02 €	324.065,12 €	344.105,30 €	368.333,48 €
1. Nabavna vrednost prodane robe	208	37,36 €	2,86 €	0,27 €	949,05 €	1.053,44 €	1.169,32 €	1.297,94 €	1.440,72 €	1.599,20 €	1.775,11 €	1.952,62 €	2.147,88 €	2.362,67 €	2.598,94 €
2. Troškovi materijala	209	48.755,01 €	54.548,43 €	57.505,61 €	6.420,35 €	7.126,59 €	7.910,52 €	8.780,67 €	9.746,55 €	10.818,67 €	12.008,72 €	13.209,59 €	14.530,55 €	15.983,61 €	17.581,97 €
3. Troškovi zarada, naknada zarada i ostali lični rashodi	210	25.561,87 €	23.919,37 €	28.233,33 €	76.545,05 €	79.606,85 €	82.791,12 €	86.102,77 €	89.546,88 €	93.128,76 €	96.853,91 €	100.728,06 €	104.757,19 €	108.947,47 €	113.305,37 €
4. Troškovi amortizacije i rezervisanja	211	6.015,41 €	5.551,29 €	6.317,94 €	33.184,62 €	38.162,31 €	43.886,66 €	50.469,66 €	58.040,10 €	66.746,12 €	76.758,04 €	88.271,74 €	101.512,51 €	116.739,38 €	134.250,29 €
5. Ostali poslovni rashodi	212	68.646,28 €	69.768,83 €	86.499,75 €	134.588,98 €	89.875,96 €	95.183,38 €	101.537,02 €	105.296,33 €	97.973,17 €	99.997,48 €	101.201,00 €	101.117,00 €	100.072,16 €	100.596,91 €
III. POSLOVNA DOBIT (201 - 207)	213	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €	34.252,98 €	50.622,72 €	66.578,66 €	85.208,49 €	106.248,60 €	127.225,55 €
IV. POSLOVNI GUBITAK (207 - 201)	214	33.876,03 €	34.424,90 €	45.616,37 €	5.325,58 €	16.463,70 €	9.220,63 €	1.572,04 €	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €
V. FINANSUSKI PRIHODI	215	6.101,02 €	6.706,80 €	4.966,18 €	6.974,50 €	6.249,00 €	6.311,49 €	6.374,60 €	6.438,35 €	6.502,73 €	6.567,76 €	6.633,44 €	6.699,77 €	6.766,77 €	6.834,43 €
VI. FINANSUSKI RASHODI	216	10.192,40 €	15.650,73 €	12.731,61 €	9.410,85 €	1.516,02 €	12.555,79 €	19.178,77 €	18.946,26 €	9.055,33 €	9.409,10 €	8.401,53 €	9.975,52 €	11.805,33 €	14.053,70 €
VII. OSTALI PRIHODI	217	7.765,86 €	12.692,38 €	3.962,98 €	9.468,37 €	8.472,40 €	8.649,03 €	7.638,19 €	8.557,00 €	8.329,16 €	8.293,35 €	8.204,42 €	8.345,98 €	8.293,23 €	8.284,24 €
VIII. OSTALI RASHODI	218	1.470,99 €	1.849,81 €	23.741,22 €	1.150,27 €	7.053,07 €	8.448,59 €	10.098,29 €	6.687,56 €	8.071,88 €	8.326,58 €	8.296,08 €	7.845,52 €	8.135,01 €	8.150,80 €
IX. DOBITAK IZ REDOVNOG POSLOVANJA PRE OPOREZIVANJA (213-214+215-216+217-218)	219	- €	- €	- €	556,17 €	- €	- €	- €	- €	31.957,66 €	47.748,15 €	64.718,92 €	82.433,20 €	101.368,25 €	120.139,74 €
X. GUBITAK IZ REDOVNOG POSLOVANJA PRE OPOREZIVANJA (214-213-215+216-217+218)	220	31.672,54 €	32.526,25 €	73.160,04 €	- €	10.311,40 €	15.264,49 €	16.836,31 €	367,71 €	- €	- €	- €	- €	- €	- €
XI. NETO DOBITAK POSLOVANJA KOJE SE OBUSTAVLJA	221	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €
XII. NETO GUBITAK POSLOVANJA KOJE SE OBUSTAVLJA	222	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €
B. DOBITAK PRE OPOREZIVANJA (219-220+221-222)	223	- €	- €	- €	556,17 €	- €	- €	- €	- €	31.957,66 €	47.748,15 €	64.718,92 €	82.433,20 €	101.368,25 €	120.139,74 €
V. GUBITAK PRE OPOREZIVANJA (220-219+222-221)	224	31.672,54 €	32.526,25 €	73.160,04 €	- €	10.311,40 €	15.264,49 €	16.836,31 €	367,71 €	- €	- €	- €	- €	- €	- €
G. POREZ NA DOBITAK															
1. Poreski rashod perioda	225	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €
2. Odloženi poreski rashodi perioda	226	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €
3. Odloženi poreski prihodi perioda	227	164,19 €	158,90 €	- €	1.010,08 €	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €
D. ISPLAĆENA LIČNA PRIMANJA POSLODAVCU	228	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €
D. NETO DOBITAK (223-224-225-226+227-228)	229	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €	- €	31.957,66 €	47.748,15 €	64.718,92 €	82.433,20 €	101.368,25 €	120.139,74 €
E. NETO GUBITAK (224-223+225+226-227+228)	230	31.836,73 €	32.685,15 €	73.160,04 €	453,92 €	10.311,40 €	15.264,49 €	16.836,31 €	367,71 €	- €	- €	- €	- €	- €	- €

Tabela projekcije - Izveštaj o tokovima gotovine u Eur

	AOP	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Kupovina nematerijalnih ulaganja, nekretnina, postrojenja, opreme i bioloških sredstava	321	4.253,16 €	5.398,66 €	- €	6.101,07 €	8.419,48 €	11.618,88 €	16.034,05 €	22.126,99 €	30.535,24 €	42.138,64 €	58.151,32 €	80.248,82 €	110.743,37 €	152.825,86 €

Tabela projekcije - Neto novčanih tokova u EuR

AOP	Naziv pozicije	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
229	Neto dobitak	31.836,73 €	32.685,15 €	73.160,04 €	453,92 €	10.311,40 €	15.264,49 €	16.836,31 €	367,71 €	31.957,66 €	47.748,15 €	64.718,92 €	82.433,20 €	101.368,25 €	120.139,74 €
321	Kupovina nematerijalnih ulaganja, nekretnina, postrojenja, opreme i bioloških sredstava	4.253,16 €	5.398,66 €	- €	6.101,07 €	8.419,48 €	11.618,88 €	16.034,05 €	22.126,99 €	30.535,24 €	42.138,64 €	58.151,32 €	80.248,82 €	110.743,37 €	152.825,86 €
661	Troškovi amortizacije	5.539,65 €	5.321,40 €	5.906,97 €	5.460,74 €	6.279,85 €	7.221,83 €	8.305,11 €	9.550,87 €	10.983,50 €	12.631,03 €	14.525,68 €	16.704,53 €	19.210,21 €	22.091,74 €
	Neto dobitak - Kupovina +Troškovi amortizacije	- 30.550,24 €	- 32.762,41 €	- 67.253,08 €	- 1.094,24 €	- 12.451,03 €	- 19.661,54 €	- 24.565,25 €	- 12.943,83 €	- 12.405,92 €	- 18.240,54 €	- 21.093,28 €	- 18.888,91 €	- 9.835,09 €	- 10.594,38 €
114	Dugoročni krediti	95.650,23 €	86.071,25 €	42.942,30 €	84,89 €	- €	137.777,38 €	223.258,18 €	283.213,18 €	181.106,55 €	235.227,38 €	280.050,87 €	332.517,38 €	393.511,14 €	468.456,52 €
117	Kratkoročne finansijske obaveze	16.064,27 €	23.411,25 €	99.418,77 €	25,37 €	16.844,67 €	32.348,60 €	39.452,21 €	24.418,40 €	- €	- €	- €	- €	- €	- €
	Priliv gotovine iz pozajmljenih izvora		2.232,01 €	32.878,59 €	- 142.250,82 €	16.734,41 €	153.281,31 €	92.584,42 €	44.921,19 €	- 126.525,03 €	54.120,83 €	44.823,49 €	52.466,51 €	60.993,76 €	74.945,38 €
	Neto dobitak - Kupovina +Troškovi amortizacije + Priliv gotovine iz pozajmljenih izvora		34.994,42 €	- 34.374,49 €	- 143.345,06 €	4.283,38 €	- 133.619,77 €	68.019,17 €	31.977,35 €	- 114.119,11 €	72.361,37 €	65.916,77 €	71.355,42 €	70.828,85 €	64.351,00 €
012	Obrtna imovina	29.321,02 €	25.737,18 €	40.631,12 €	66.262,89 €	73.646,00 €	82.280,43 €	92.012,12 €	103.002,55 €	161.267,03 €	281.230,66 €	402.951,48 €	542.481,98 €	718.622,35 €	922.719,44 €
018	Kratkoročni finansijski plasmani	18,00 €	20,00 €	2.483,47 €	2.252,79 €	2.500,60 €	2.775,67 €	3.080,99 €	3.419,90 €	3.796,09 €	4.213,66 €	4.635,02 €	5.098,52 €	5.608,38 €	6.169,21 €
019	Gotovina i gotovinski ekvivalenti	2.185,31 €	1.517,58 €	27.733,99 €	16.329,42 €	18.125,66 €	20.119,48 €	22.332,62 €	24.789,21 €	73.340,82 €	182.216,41 €	292.244,36 €	418.437,98 €	579.307,24 €	765.846,44 €
116	Kratkoročne obaveze	79.762,50 €	108.897,38 €	247.232,34 €	152.884,96 €	183.184,29 €	216.661,11 €	243.695,99 €	250.766,14 €	250.862,28 €	278.051,36 €	305.509,13 €	335.692,70 €	368.873,50 €	405.350,05 €
117	Kratkoročne finansijske obaveze	16.064,27 €	23.411,25 €	99.418,77 €	25,37 €	16.844,67 €	32.348,60 €	39.452,21 €	24.418,40 €	- €	- €	- €	- €	- €	- €
	Neto obrtna imovina	27.117,70 €	24.199,60 €	10.413,66 €	47.680,67 €	53.019,74 €	59.385,28 €	66.598,51 €	74.793,44 €	84.130,13 €	94.800,60 €	106.072,10 €	118.945,48 €	133.706,73 €	150.703,79 €
	Neto kratkoročne obaveze	63.698,23 €	85.486,14 €	147.813,57 €	152.859,59 €	166.339,61 €	184.312,51 €	204.243,77 €	226.347,74 €	250.862,28 €	278.051,36 €	305.509,13 €	335.692,70 €	368.873,50 €	405.350,05 €
	Neto obrtna imovina	36.580,52 €	61.286,54 €	137.399,91 €	105.178,92 €	113.319,88 €	124.927,23 €	137.645,27 €	151.554,30 €	166.732,16 €	183.250,76 €	199.437,03 €	216.747,22 €	235.166,77 €	254.646,26 €
	Priliv gotovine iz neto obrtne imovine		24.706,01 €	76.113,37 €	- 32.220,99 €	8.140,96 €	11.607,36 €	12.718,03 €	13.909,03 €	15.177,86 €	16.518,61 €	16.186,27 €	17.310,19 €	18.419,55 €	19.479,49 €
	Kupovina +Troškovi amortizacije + Priliv gotovine iz pozajmljenih izvora + Priliv gotovine iz neto o		10.288,41 €	41.738,88 €	- 175.566,05 €	12.424,34 €	145.227,13 €	80.737,20 €	45.886,39 €	- 98.941,25 €	88.879,98 €	82.103,04 €	88.665,61 €	89.248,40 €	83.830,49 €