dr Slobodan Slović

ANALIZA FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA

Beograd, 2010

ANALIZA FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA

Na kraju svake poslovne godine (koja se često, ali ne uvek poklapa sa kalendarskom), preduzeće priprema završni račun, koji služi za utvrđivanje rezultata poslovanja u toku godine. Osnovni izveštaji koji se izrađuju tom prilikom su: bilans stanja, bilans uspeha, izveštaj o novčanim tokovima i drugi (recimo, izveštaj o promenama na kapitalu). Namena ovih izveštaja je da omoguće menadžmentu da sagleda rezultate poslovanja preduzeća i proceni dobre strane i slabosti svojih poslovnih odluka. Podaci prezentirani u završnom računu (što je zajednički naziv za ove finansijske izveštaje) predstavljaju sliku kojom se preduzeće predstavlja javnosti, poslovnim partnerima, kreditorima, investitorima, revizorskim kućama i drugim potencijalno zainteresovanim licima. Imajući u vidu značaj ovih izveštaja, u nastavku će više pažnje biti poklonjeno njihovoj sadržini i načinu formiranja.

Ciljevi analize finansijskih izveštaja

Analiza finansijskih izveštaja obuhvata sve tehnike koje upotrebljavaju korisnici finansijskih izveštaja kako bi pokazali važne odnose u njima. Korisnici finansijskih izveštaja se mogu podeliti u dve velike grupe: interne i eksterne. Najvažniji interni korisnik je rukovodstvo kompanije. Međutim, s obzirom da oni koji vode kompaniju imaju interne informacije o poslovanju, njima su dostupne i druge tehnike. Kako su ove tehnike pokrivene kursevima iz upravljačkog računovodstva, ovde će akcenat biti stavljen na eksterno korišćenje finansijske analize.

Kreditori daju zajmove za koje očekuju da budu vraćeni u skladu s dogovorenim rokovima. Investitori kupuju akcije od kojih očekuju da će dobijati dividende i da će njihova vrednost rasti. Obe ove grupe su suočene sa rizicima. Kreditor se suočava sa rizikom da dužnik neće moći da vrati zajam, a investitor se suočava sa rizikom da će se dividende smanjiti, da neće biti isplaćene ili da će tržišna cena akcija pasti. Obe ove grupe imaju za cilj da ostvare prihod zbog koga se isplati rizikovati. Generalno gledano, što je veći rizik potreban je i veći prihod kao kompenzacija.

Bilo koji zajam ili bilo koje ulaganje mogu loše da se završe. Iz tih razloga, većina kreditora i investitora grupiše svoja sredstva u portfelj ili grupu zajmova i ulaganja. Portfelj im omogućava da usaglase prinose i rizike. Bez obzira na to, da li se portfelj sastoji od jednog broja zajmova ili akcija, on se formira na osnovu indi-

vidualnih odluka. Upravo kod donošenja ovih individualnih odluka, analiza finansijskih izveštaja je najkorisnija. Poverioci i investitori koriste analizu finansijskih izveštaja na dva generalna načina:

- (1) da bi procenili raniju uspešnost i tekući finansijski položaj i
- (2) da bi procenili budući potencijal i rizik povezan sa tim potencijalom.

Procena ranije uspešnosti i tekućeg finansijskog položaja

Ranija uspešnost je često dobar indikator budućeg uspeha. Stoga, investitor ili poverilac posmatra trend ranije prodaje, troškova, neto dobiti, kretanje novčanih tokova i prihoda od ulaganja, ne samo kao sredstva za procenu ranije uspešnosti rukovodstva, već takođe i kao moguće idikatore budućeg uspeha. Osim toga, analiza tekućeg položaja će pokazati, na primer koja sredstva poseduje preduzeće i koje obaveze moraju da budu plaćene. Ona će takođe pokazati kakva je situacija sa gotovim novcem, koliki dug kompanija ima u odnosu na sopstveni kapital i koliko su razumne zalihe i potraživanja. Poznavanje ranije uspešnosti kompanije i njenog trenutnog položaja je često važno da bi se ostvario drugi opšti cilj finansijske analize.

Procena budućeg potencijala i pratećih rizika

Informacije o prošlosti i sadašnjosti su korisne samo u onoj meri u kojoj pomažu da se donesu ispravne odluke o budućnosti. Investitor procenjuje potencijalnu sposobnost zarade neke kompanije zato što će ta sposobnost uticati na tržišnu cenu njenih akcija, kao i na visinu dividendi koje će ta kompanija moći da isplati. Poverilac procenjuje potencijalnu sposobnost vraćanja dugova kompanije.

Potencijale nekih kompanija je lakše predvidjeti u odnosu na druge, pa je tako rizik povezan sa njima manji. Rizičnost nekog ulaganja ili zajma zavisi od toga koliko je lako predvidjeti buduću profitabilnost ili likvidnost. Ukoliko investitor pouzdano može da predvidi da će zarada neke kompanije po akciji naredne godine biti između 2,50 i 2,60, to ulaganje je manje rizično, nego kada se očekuje da će zarada po akciji opasti na 2,00. Na primer, potencijal vezan za ulaganja u jednu stabilnu elektro-kompaniju, ili zajam takvoj kompaniji, je relativno lako predvideti na bazi njene ranije uspešnosti i njenog trenutnog položaja. Potencijal kod malog proizvođača mikrokompjutera sa druge strane, može biti daleko teže predvideti. Iz ovog razloga, ulaganja ili zajam elektro-kompaniji je vezan sa nešto manjim rizikom nego ulaganje ili zajam maloj mikrokompjuterskoj kompaniji.

Često investitor, za izlaganje većem riziku za ulaganje u mikrokompjutersku kompaniju, zahteva veći očekivani prinos (povećanje tržišne cene plus dividende) nego investitor koji ulaže u elektro-kompaniju. Takođe će poverilac mikrokompjuterske kompanije zahtevati višu kamatnu stopu i verovatno više obezbeđenje za naplatu duga (obezbeđeni zajam, na primjer) nego poverilac elektro-kompanije. Vi-

ša kamatna stopa predstavlja nadoknadu poveriocu za viši rizik kome se izložio pri odobravanju zajma.

Pri korišćenju analize finansijskih izveštaja oni koji donose odluke moraju da procene da li su pokazatelji koje su utvrdili povoljni ili nepovoljni. Najčešće se za upoređivanje koriste sledeća tri standarda:

- (1) empirijska merila,
- (2) ranija uspešnost kompanije i
- (3) granske norme.

Empirijska merila

Mnogi finansijski analitičari, investitori i poverioci koriste idealna ili empirijska merila kod ključnih finansijskih odnosa. Na primer, dugo se smatralo da je opšti racio likvidnosti (kratkoročna sredstva podeljena sa kratkoročnim obavezama) od 2:1 prihvatljiv. Firma za procenu kreditne sposobnosti Dun & Bradstreet iz SAD u svojim ključnim poslovnim odnosima, nudi ove smernice.

Kratkoročne obaveze prema likvidnim sredstvima. Obično kompanija počinje da zapada u teškoće ukoliko ovaj odnos pređe 80%

Zalihe prema neto obrtnom fondu. Obično ovaj odnos ne treba da pređe 80%.

Iako takva merila mogu da ukažu na oblasti koje treba dodatno ispitati, nema nikakvih dokaza da su ovi nivoi najbolji za sve kompanije, posebno u međunarodnom kontekstu. Kompanija sa opštim raciom likvidnosti višim od 2:1 može imati lošu kreditnu politiku (što dovodi do suviše velikih dugovanja), prevelike ili zastarele zalihe, ili loše upravljanje novčanim sredstvima. Kod neke druge kompanije, ovaj odnos može biti manji od 2:1 zahvaljujući izuzetnom rukovođenju u ovim oblastima. Zbog toga, empirijska merila treba veoma pažljivo koristiti.

Ranija uspešnost kompanije

Napredak u odnosu na empirijska merila predstavlja poređenje finansijskih pokazatelja ili odnosa iste kompanije tokom nekog vremenskog perioda. Ovaj standard će analitičaru bar pružiti određenu osnovu za ocenjivanje da li se određeni odnos poboljšava ili pogoršava. To bi takođe moglo da bude od pomoći u prikazivanju mogućih budućih trendova. Međutim, s obzirom da trendovi ponekad menjaju pravac, neophodno je da se takva predviđanja pažljivo formulišu. Još jedan problem kod analize trendova je taj da prošlost ne mora da bude korisno merilo za procenu budućih događaja. Drugim rečima, ranija uspešnost ne mora biti dovoljna da bi se zadovoljile trenutne potrebe. Na primer, iako se dobit od ukupnih ulaganja povećala sa 3% prošle godine na 4% ove godine, ova dobit od 4% zapravo može biti neadekvatna.

Granske norme

Jedan od načina da se nadoknade nedostaci korišćenja ranijeg uspeha kao standarda je upotreba granskih normi. Ovaj standard će otkriti položaj kompanije koja se analizira u odnosu na druge kompanije u okviru iste industrijske grane. Na primer, pretpostavimo da druge kompanije, u okviru neke industrijske grane, imaju prosečnu stopu prinosa na ukupna ulaganja od 8%. U tom slučaju, dobit od 3 ili 4 procenta verovatno neće biti adekvatna. Granske norme se takođe mogu koristiti za ocenjivanje trendova. Pretpostavimo da je zbog negativnih ekonomskih kretanja stope dobiti kompanije opala sa 12 na 10 procenata. Nalaz da su druge kopmanije, iz iste industrijske grane, bile suočene sa prosečnim padom stope dobiti sa 12 na 4 procenta, ukazaće da je kompanija koja se analizira, poslovala relativno dobro. Postoje tri ograničenja za upotrebu granskih normi kao standarda.

Prvo, dve kompanije koje naizgled pripadaju istoj industrijskoj grani, ne moraju biti striktno kompatibilne. Uzmimo, na primer, dve kompanije za koje se smatra da se bave poslovima iz oblasti naftne industrije. Osnovna poslovna aktivnost jedne od njih može biti prodaja proizvoda od nafte, koje ona kupuje od drugih proizvođača i distribuira ih kroz svoje benzinske stanice. Druga, međunarodna kompanija bi mogla da se bavi otkrivanjem, proizvodnjom, rafiniranjem i prodajom svojih sopstvenih naftnih derivata. Poslovi ove dve kompanije nisu uporedivi, jer su u suštini bitno različiti.

Drugo, većina velikih kompanija danas posluje u više industrijskih grana. Neke od ovih diverzifikovanih kompanija, ili konglomerata, rade u mnogim međusobno nepovezanim industrijskim granama. Individualni segmenti ovakve diverzifikovane kompanije generalno imaju različite stope profitabilnosti i različite stepene rizika. Pri analizi konsolidovanih finansijskih izveštaja ovih kompanija, često je nemoguće koristiti granske norme kao standarde zato što jednostavno nema drugih kompanija koje su dovoljno slične. Zahtev Međunarodnog komiteta za standarde u računovodstvu daje delimično rešenje za ovaj problem. U ovom zahtevu se navodi da višestrane kompanije moraju da izveštavaju o prihodima, dobiti od poslovanja i sredstvima koja se mogu identifikovati za svaki od segmenata njihovog rada. U zavisnosti od specifičnih kriterijuma, informacije o tim segmentima mogu biti iznete za poslove u različitim industrijskim granama ili stranim tržištima.

Treće ograničenje, vezano za granske norme, je da kompanije u okviru iste industrijske grane, koje se bave sličnim poslovima, mogu da koriste različite prihvatljive računovodstvene metode. Odnosno, zalihe se mogu vrednovati uz pomoć različitih metoda, ili se mogu koristiti različite metode amortizacije za slična sredstva. Pa ipak, ukoliko je dostupan mali broj informacija o ranijem uspehu, granske norme verovatno nude najbolje postojeće standarde za ocenu tekućeg uspeha, ali ih treba veoma pažljivo koristiti.

Izvori informacija

Spoljašnji analitičar je često ograničen na javno dostupne informacije o nekoj kompaniji. Najvažniji izvor informacija o javnim korporacijama su izveštaji koje objavljuje ona sama, izveštaji poslati institucijama za hartije od vrednosti, poslovni časopisi i podaci konsultantskih firmi za kredite i ulaganja.

Izveštaji koje objavljuje sama kompanija

Godišnji izveštaj koji objavljuje neka javna korporacija predstavlja važan izvor finansijskih informacija. Najvažniji delovi godišnjeg izveštaja su:

- (1) analiza poslovanja tokom protekle godine koju daje rukovodstvo,
- (2) finansijski izveštaji (bilans stanja, uspeha, novčanih tokova),
- (3) napomene uz te izvještaje uključujući i glavne računovodstvene metode koje je koristila data kompanija,
- (4) revizorski izveštaj i
- (5) rezime poslovanja tokom višegodišnjeg perioda.

Većina javnih kompanija takođe objavljuje i periodične izveštaje o finansijskoj situaciji, obično kvartalno ili na šest meseci. Ovi izveštaji predstavljaju ograničene informacije u obliku skraćenih finansijskih izveštaja, koji mogu biti podvrgnuti ograničenoj ili potpunoj reviziji od strane nezavisnih revizora. Ove međuizveštaje pažljivo prati finansijska zajednica radi uočavanja ranih znakova važnih promena u kretanju dobiti preduzeća.

Bilans stanja

Bilans stanja predstavlja izraz finansijskog položaja preduzeća na određeni dan. Uobičajeno je da se on prezentira u obliku dvostrane tabele, na čijoj levoj strani je prikazana aktiva (imovina), a na desnoj pasiva (izvori).

AKTIVA	PASIVA
Imovina preduzeća	**Izvori finansiranja**

Osnovno pravilo kod sastavljanja bilansa stanja je da zbir aktive i pasive mora biti jednak. Ovo je posledica principa vođenja knjigovodstva, poznatog pod na-

zivom sistem dvojnog knjigovodstva. Po ovom sistemu, svaka poslovna promena iskazuje se u poslovnim knjigama na dva ili više računa-konta, gde jedan ili više njih "duguje", a drugi (ili više njih) "potražuje". Zbir proknjiženih iznosa na strani duguje" i "potražuje" mora biti jednak. Ukoliko zbir aktive i pasive nije jednak, odnosno, ako bilans nije u ravnoteži, to znači da postoji greška u evidentiranju poslovnih promena, koju treba ispraviti.

Pozicije bilansa mogu se predstaviti po principu opadajuće ili rastuće likvidnosti. Po principu opadajuće likvidnosti, bilansne pozicije se raspoređuju tako da se na početku, ili pri vrhu, nalaze sredstva (u aktivi) koja se najbrže mogu pretvoriti u novac, odnosno izvori sredstava (u pasivi) sa najkraćim rokom dospeća. Princip rastuće likvidnosti, označava da su bilansne pozicije raspoređene suprotno od navedenog, dakle, tako da se na početku, ili pri vrhu, nalaze sredstva koja se najsporije mogu pretvoriti u novac (u aktivi), odnosno izvori sredstava (u pasivi) sa najdužim rokom dospeća. U zavisnosti od obračunskog sistema, način prikazivanja bilansnih pozicija različit je između raznih zemalja, ali suštinski nema nikakve razlike. U našoj praksi, prihvaćen je princip rastuće likvidnosti, tako da ćemo se njega i pridržavati.

Tradicionalna dvostrana tabela nije jedini način na koji se bilans stanja može prikazati. Bilans se može predstaviti u vidu jednostrane tabele na čijem se vrhu nalaze elementi aktive, a ispod njih pozicije pasive.

U knjigovodstvu preduzeća postoji mnoštvo (više desetina ili stotina) različitih računa (konta) na kojima se iskazuje svaka poslovna promena. Za potrebe satavljanja bilansa, neki od njih se sistematizuju tako da čine logične grupe, koje se nazivaju bilansne pozicije.

Zakonodavstvo anglosaksonskih zemalja (SAD, V.Britanija, Australija i dr.), ne propisuje striktno formu i sadržinu bilansa stanja, što znači da preduzeća imaju određeni stepen slobode prilikom njegove izrade. To, međutim, ne znači da se bilans može sastaviti po nahođenju, jer postoje tzv. računovodstveni standardi, koji su i međunarodno usvojeni, a koji služe kao okvir za procenu i način iskazivanja pojedinih stavki. Teorija i praksa zemalja koje su, na neki način, pod uticajem francuskog i nemačkog iskustva u ovoj oblasti (u ovu grupu zemalja ulazi i Srbija), nameću preduzećima obavezu da se pridržavaju propisanih šema, prilikom sastavljanja bilansa stanja.

Preduzeća koja posluju u različitim granama privrede, mogu imati veoma izdiferenciranu strukturu sredstava. Na primer, preduzeće iz oblasti industrijske proizvodnje nema ista sredstva kao preduzeće koje se bavi isključivo trgovinom, ili kao školska ustanova. Iz tog razloga, banke imaju čak zakonom propisanu bilansnu šemu koja se (što je logično) bitno razlikuje od bilansa proizvodnog preduzeća. Mi ćemo se ovde pridržavati bilansa privrednih preduzeća, čije će se pozicije grupisati (iz didaktičkih razloga) na svega nekoliko.

U aktivi bilansa nalaze se:

- nematerijalna ulaganja
- osnovna sredstva

- učešća u kapitalu drugih pravnih lica
- dugoročni finansijski plasmani
- zalihe
- potraživanja od kupaca
- kratkoročni finansijski plasmani
- ostala obrtna sredstva
- gotovina i gotovinski ekvivalenti

Nematerijalna ulaganja, osnovna sredstva, učešća u kapitalu drugih pravnih lica, dugoročni finansijski plasmani čine stalnu imovinu preduzeća. Zalihe materijala, robe, proizvodnje u toku, potraživanja od kupaca, kratkoročni finansijski plasmani i novčana sredstva predstavljaju obrtnu imovinu (sredstva).

U pasivi bilansa nalaze se:

- kapital preduzeća
- dugoročne obaveze
- kratkoročne obaveze

U daljoj analizi, koristiće se podaci iz bilansa stanja prikazanog narednom tabelom:

(000 Din)

P O Z I C I J A	**31-12-05**	**31-12-06**	**31-12-07**	**31-12-08**	**31-12-09**
Nematerijalna ulaganja	127	110	173	157	139
Materijalna ulaganja	34,389	34,972	47,979	59,367	64,884
Dugoročni finansijski plasmani	310	660	528	1,704	1,415
Svega Stalna imovina	**34,826**	**35,742**	**48,680**	**61,228**	**66,438**
Zalihe	47,317	56,000	73,645	88,828	106,284
Potraživanja po osnovu prodaje	51,867	64,431	83,079	95,315	94,206
Kratkoročni finansijski plasmani	214	949	913	314	708
Ostala potraživanja	0	547	676	676	0
Aktivna vremenska razgraničenja	2,029	5,539	13,156	13,002	14,944
Gotovina i gotovinski ekvivalenti	375	20,597	7,991	2,883	20,532
Svega Obrtna imovina	**101,802**	**148,063**	**179,460**	**201,018**	**236,674**
Ukupno Aktiva	**136,628**	**183,805**	**228,140**	**262,246**	**303,112**

P O Z I C I J A	31-12-05	31-12-06	31-12-07	31-12-08	31-12-09
Osnovni kapital	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000
Rezerve	0	0	0	0	0
Neraspoređena dobit	29,352	48,955	73,166	124,721	152,631
Rezultat tekuće godine	15,855	21,515	58,972	37,665	34,509
Svega Kapital	**95,207**	**120,470**	**182,138**	**212,386**	**237,140**
Dugoročni krediti	0	19,931	11,659	6,789	25,476
Ostale dugoročne obaveze	9,055	6,526	989	0	2,235
Dugoročna rezervisanja	0	0	0	0	0
Svega Dugoročne obaveze	**9,055**	**26,457**	**12,648**	**6,789**	**27,711**
Obaveze prema dobavljačima	18,917	20,485	20,441	27,411	21,998
Kratkoročne finansijske obaveze	11,565	12,661	11,521	14,710	14,979
Ostale kratkoročne obaveze	1,884	3,732	1,392	950	1,284
Pasivna Vremenska Razgraničenja	0	0	0	0	0
Svega Kratkoročne obaveze	**32,366**	**36,878**	**33,354**	**43,071**	**38,261**
Ukupno Pasiva	**136,628**	**183,805**	**228,140**	**262,246**	**303,112**

Definisanje bilansnih pozicija

Novčana sredstva i novčani ekvivalenti

Pozicija novčanih sredstava sadrži sumu gotovog novca u blagajni (dinarskoj i valutnoj), iznos sredstava na dinarskom i valutnom računu u banci, kao i sredstva izdvojena na dinarskim i valutnim akreditivima.

Visina ovih sredstava zavisi od potreba preduzeća za likvidnošću, odnosno visine i rokova dospeća obaveza. U principu, preduzeće se trudi da ih svede na minimum, jer, iako ponekad donose minimalnu kamatu kao sredstva po viđenju, postoji opasnost umrtvljenja kapitala u ovom obliku. Sa druge strane, nedostatak novčanih sredstava u momentu dospeća obaveza, dovodi do nelikvidnosti. Usaglašavanje ova dva kontradiktorna zahteva sprovodi se adekvatnim planiranjem novčanih tokova, što je predmet posebnog poglavlja ove knjige.

Sledi detaljniji prikaz novčanih sredstava preduzeća iz našeg primera:

P O Z I C I J A	31-12-05	31-12-06	31-12-07	31-12-08	31-12-09
Gotovina u blagajni u RSD	19	1,030	400	144	1,027
Gotovina u blagajni u valuti	11	618	240	86	616
Novac u bankama u RSD	195	12,770	3,756	1,643	10,266
Novac u bankama u valuti	150	6,179	3,596	1,009	8,623
Gotovinski ekvivalenti					
Novac u tranzitu					
Ostali novac					
Svega gotovinski ekvivalenti i gotovina	**375**	**20,597**	**7,991**	**2,883**	**20,532**

Kratkoročni finansijski plasmani

U ovu kategoriju aktive, ubrajaju se kratkoročni finansijski plasmani u povezana preduzeća, dati kratkoročni krediti u zemlji i inostranstvu, plasmani u kratkoročne hartije od vrednosti, deo datih dugoročnih kredita koji dospeva u periodu do jedne godine i dr.

Potraživanja po osnovu posedovanja kratkoročnih hartija od vrednosti odnose se na iznos hartija od vrednosti, koje je preduzeće kupilo, a čiji je rok dospeća do 1 godine. Ove hartije se ne kupuju sa ciljem dugoročnog ulaganja, nego u nameri da se prodaju kada im tržišna cena poraste iznad one koja je za njih plaćena ili da se drže do dana dospeća i naplate zajedno sa kamatom. Ova pozicija, posle novčanih sredstava, predstavlja najlikvidniji oblik aktive, što znači da se može brzo i lako prodati, a obezbeđuje određeni prinos na novac koji bi inače stajao neaktivan na računu u banci. Kratkoročne hartije od vrednosti se u bilansu imogu prikazati po svojoj nominalnoj vrednosti, po tekućoj tržišnoj vrednosti ili po ceni po kojoj su kupljene, u zavisnosti od toga koja od njih više odgovara zadacima preduzeća u oblasti otkrivanja informacija.

Sledi detaljniji prikaz novčanih sredstava preduzeća iz našeg primera:

P O Z I C I J A	31-12-05	31-12-06	31-12-07	31-12-08	31-12-09
Kratkoročni finansijski plasmani u povezana preduzeća					
Kratkoročni krediti u zemlji	214	949	913	314	708
Kratkoročni krediti u inostranstvu					
Deo dugor. kred. koji dosp. do jedne god.					
Plasmani u kratkoroč. hartije od vrednosti					
Ostali kratkoročni finansijski plasmani					
Svega kratkoročni finansijski plasmani	**214**	**949**	**913**	**314**	**708**

Potraživanja

U potraživanja se ubrajaju oni iznosi koje preduzeće očekuje da naplati u roku kraćem od godinu dana.

Prema vrsti, potraživanja mogu biti:

- potraživanja od kupaca za fakturisanu ili isporučenu, a nenaplaćenu robu
- potraživanja od dobavljača za vrednost robe plaćene unapred
- potraživanja po osnovu uvoza za tuđ račun
- potraživanja po osnovu komisione i konsignacione prodaje
- potraživanja od državnih organa i institucija
- potraživanja po osnovu datih kratkoročnih kredita
- aktivna vremenska razgraničenja
- ostala potraživanja

Potraživanja iz poslovanja pokazuju stanje obračuna sa kupcima i drugim dužnicima. Kupcima se obično daje određeni rok od 8, 15 ili 30 dana, u kom treba da plate za kupljenu robu. Dok se naplata ne izvrši, kupci se zadužuju za vrednost kupljene robe. Ako se knjigovodstvo vodi po principu tzv. fakturisane realizacije, onda se u momentu ispistavljanja fakture kupcu, pojavljuje i prihod, bez obzira da li je naplaćen ili ne. Po drugom principu vođenja knjigovodstva, a to je princip naplaćene realizacije, prihod se pojavljuje onda kada je kupac izvršio uplatu.

Ukoliko preduzeće prodaje svoje proizvode i robu, i na domaćem i na stranom tržištu, onda potraživanja od kupaca mogu da se odvojeno iskažu kao potraživanja od kupaca u zemlji i potraživanja od kupaca u inostranstvu.

Sledeća tabela prikazuje potraživanja po osnovu prodaje:

P O Z I C I J A	**31-12-05**	**31-12-06**	**31-12-07**	**31-12-08**	**31-12-09**
Kupci u zemlji	51,867	64,431	83,079	95,315	94,206
Kupci u inostranstvu	0	0	0	0	0
Potraživanja od kupaca - povezanih pravnih lica	0	0	0	0	0
Svega potraživanja po osnovu prodaje	**51,867**	**64,431**	**83,079**	**95,315**	**94,206**

Ovo preduzeće, očigledno prodaje robu samo na domaćem tržištu, osim ako je naplatilo baš sva potraživanja iz inostranstva.

Potraživanja po osnovu prodaje se mogu klasifikovati i po kriterijumu dospelosti, kako je prikazano sledećom tabelom:

P O Z I C I J A	31-12-05	31-12-06	31-12-07	31-12-08	31-12-09
Nedospela potraživanja	44,087	57,988	68,125	81,018	82,901
Dospela potraživanja	7,780	6,443	14,954	14,297	11,305
Potraživanja klasifikovana kao sumnjiva i sporna					
Svega potraživanja od kupaca u zemlji	**51,867**	**64,431**	**83,079**	**95,315**	**94,206**

Na osnovu ovih podataka može se zaključiti da preduzeće u proseku ima 14% nenaplaćenih potraživanja od prodaje.

Praksa pokazuje da neki kupci nisu u mogućnosti da plate svoju obavezu u pomenutom roku. Zbog nesigurnosti ove naplate, preduzeće takva potraživanja prikazuje na odvojenom računu koji se naziva Sumnjiva i sporna potraživanja. Osim toga, u dobro organizovanom knjigovodstvu, potraživanja od kupaca koji kasne sa plaćanjem, razvrstavaju se prema broju dana kašnjenja. Ovo se zove analiza potraživanja po ročnosti i može da se vodi na sledeći način:

- Potraživanja sa kašnjenjem 1 - 7 dana
- Potraživanja sa kašnjenjem 8 - 15 dana
- Potraživanja sa kašnjenjem 16 - 30 dana
- Potraživanja sa kašnjenjem preko 30 dana

Pošto je preduzeće iz našeg primera imalo potraživanja samo od kupaca u zemlji, ona se mogu prikazati na sledeći način:

P O Z I C I J A	31-12-05	31-12-06	31-12-07	31-12-08	31-12-09
Kašnjenje 1 - 7 dana	6,224	5,154	11,963	11,438	9,044
Kašnjenje 8 - 15 dana	778	645	1,495	1,430	1,130
Kašnjenje 16 - 30 dana	622	515	1,196	1,144	904
Kašnjenje preko 30 dana	156	129	299	286	226
Svega dospela potraživanja od kupaca u zemlji	**7,780**	**6,443**	**14,954**	**14,297**	**11,305**

Na osnovu ovih podataka mogu se donositi valjane odluke iz domena prodajne politike, odnosa sa kupcima, procedura naplate i sl.

Ostala potraživanja se mogu razvrstati kao: potraživanja iz specifičnih poslova i druga potraživanja. U potraživanja iz specifičnih poslova možemo svrstati: potraživanja od izvoznika, potraživanja po osnovu uvoza za tuđ račun, potraživanja iz komisione i konsignacione prodaje i ostala potraživanja iz specifičnih poslova.

Druga potraživanja se odnose na: avanse date dobavljačima za robu i usluge, potraživanja za kamatu i dividende, potraživanja od zaposlenih, potraživanja od državnih organa, potraživanja za poreze i doprinose i dr.

Aktivna vremenska razgraničenja (ili rashodi budućih perioda) su unapred plaćeni troškovi. Oni obuhvataju sve vidove avansnih plaćanja od kojih će se prihod ostvariti u narednom obračunskom periodu (na primer, uvođenje novog proizvoda na tržište). U ovu grupu uključuju se unapred plaćene usluge koje još nisu iskorišćene (na primer, zakup prostorija).

Zalihe

Zalihe preduzeća sastoje se od sirovina, materijala, rezervnih delova, sitnog inventara, nezavršene proizvodnje, gotovih proizvoda na skladištu i robe. Ove komponente se u bilansu iskazuju po nabavnoj ceni, kada se radi o kupovini, odnosno po ceni koštanja, ako ih je preduzeće proizvelo.

Tabela prikazuje strukturu zaliha preduzeća iz primera:

P O Z I C I J A	**31-12-05**	**31-12-06**	**31-12-07**	**31-12-08**	**31-12-09**
Zalihe sirovina, materijala i ambalaže	37,854	42,000	61,862	70,174	78,650
Nedovršena proizvodnja i usluge					
Gotovi proizvodi	9,463	14,000	11,783	18,654	27,634
Roba	0	0	0	0	0
Svega zalihe	**47,317**	**56,000**	**73,645**	**88,828**	**106,284**

Pitanje procene vrednosti zaliha važno je pri opredeljivanju učešća sirovina i materijala u vrednosti proizvodnje, a što je direktno vezano za visinu oporezivog profita. Sirovine i materijali se nabavljaju po različitim cenama tokom vremena, i zavisno od dobavljača. Osnovno pitanje koje se javlja kod kalkulacije cene gotovog proizvoda je: po kojoj ceni prikazati izlaz materijala sa skladišta, i njegov ulaz u proizvodnju. Za to postoji više mogućnosti, od kojih su u najčešćoj upotrebi sledeće:

- metod "prva ulazna cena jednaka prvoj izlaznoj"
  (First in - First out) FIFO
- metod "poslednja ulazna cena jednaka prvoj izlaznoj"
  (Last in - First out) LIFO
- metod "najviša ulazna cena jednaka prvoj izlaznoj"
  (High in - First out) HIFO
- metod ponderisane prosečne cene

Kod FIFO metoda, cena prve količine materijala koji ulazi u proizvodnju jednaka je ceni prve nabavke tog materijala. Cena druge količine koja ulazi u proizvodnju, jednaka je ceni druge nabavke, i tako dalje hronološkim redom. U periodu rasta cena, ovaj metod daje nižu cenu materijala koji ulazi u proizvodnju, niže troškove, veći profit od prodaje i veći porez na profit.

Primenom LIFO metoda, cena prve količine materijala koji ulazi u proces proizvodnje, jednaka je (hronološki) poslednjoj ceni nabavke tog materijala. Ovaj metod rezultira većim troškovima i manjim profitom od prodaje nego FIFO metod.

HIFO metod označava primenu postupka pri kome je cena prve količine materijala koji ulazi u proizvodnju jednaka najvećoj ceni nabavke tog materijala. Cena druge količine, jednaka je drugoj najvišoj ceni nabavke itd.

Metod ponderisane prosečne cene podrazumeva izračunavanje prosečne nabavne cene posle svake kupovine konkretnog materijala ili sirovine. Ponderisana cena znači da se prosečna cena izračunava kao količnik zbira vrednosti svih nabavki u datom momentu, i nabavljene količine materijala. Na primer, ako je nabavna cena, prilikom prve kupovine jednog materijala 10 dinara, prilikom druge 12, prosečna cena nije jednaka 11 dinara, ako su nabavljene količine različite.

Uticaj primene raznih metoda na cenu materijala koji ulazi u proizvodnju i vrednost materijala koji ostaje na zalihama, ilustrovaće se sledećim primerom.

Preduzeće je kupilo materijal u količinama i po cenama prikazanim u tabeli:

	Količina (kg)	**Cena (din/kg)**
I nabavka	30	6
II nabavka	20	8
III nabavka	25	7

Proces proizvodnje zahteva 40 kg. ovog materijala.

- a) Po kojoj ceni će materijal ući u proizvodnju?
- b) Kolika je vrednost materijala koji ostaje na zalihama?

<u>Primenom FIFO metoda:</u>

- a) Troškovi proizvodnje terete se sa 30 x 6 + 10 x 8 = 260 dinara
- b) Vrednost zaliha je 10 x 8 + 25 x 7 = 255 dinara

<u>Primenom LIFO metoda:</u>

- a) Troškovi proizvodnje terete se sa 25 x 7 + 15 x 8 = 295 dinara
- b) Vrednost zaliha je 5 x 8 + 30 x 6 = 220 dinara

Primenom HIFO metoda:

- a) Troškovi proizvodnje terete se sa 20 x 8 + 20 x 7 = 300 dinara
- b) Vrednost zaliha je 5 x 7 + 30 x 6 = 215 dinara

Primenom metoda ponderisane prosečne vrednosti:

Pre svega treba utvrditi prosečnu cenu posle svake nabavke. Posle prve nabavke, prosečna cena je jednaka Nabavna vrednost / Ukupno nabavljena količina, to jest:

(30 x 6) / 30 = 6 dinara

Posle druge nabavke, prosečna cena je

((30 x 6)+(20 x 8)) / 50 = 6,80 dinara

Posle treće nabavke, prosečna cena je

((30 x 6)+(20 x 8)+(25 x 7)) / 75 = 6,87 dinara.

Tabelarno iskazano:

	Količina (kg)	**Cena (din/kg)**	**Prosečna cena**
I nabavka	30	6	6.00
II nabavka	20	8	6.80
III nabavka	25	7	6.87

- a) Troškovi proizvodnje terete se sa 40 x 6,87 = 274,80 dinara
- b) Vrednost zaliha je 35 x 6,87 = 240,20 dinara

Sumarno prikazani, rezultati su sledeći:

	FIFO metod	**LIFO metod**	**HIFO metod**	**Metod prosečne cene**
Troškovi	260	295	300	274.8
Vrednost zaliha	255	220	215	240.2

Iz ovog primera, očigledan je uticaj primene različitih metoda vrednovanja zaliha na finansijski rezultat.

Izbor konkretnog metoda zavisi od poslovne politike preduzeća, s tim što propisi u mnogim zemljama ne dozvoljavaju promenu primenjenog metoda, u toku poslovne godine.

U uslovima inflacije, ovaj obračun se dodatno komplikuje neophodnom revalorizacijom zaliha.

Stalna imovina

Osnovna sredstva (materijalna imovina) predstavljaju onaj deo imovine (aktive) preuzeća koji se više godina koristi u poslovanju preduzeća i po pravilu, nije namenjen prodaji. U osnovna sredstva se ubraja: zemljište koje se nalazi u vlasništvu preduzeća, zgrade, oprema, mašine, transportna mehanizacija, nameštaj itd. (kod poljoprivrednih preduzeća još i dugogodišnji zasadi i osnovno stado). U bilansu stanja, ova sredstva se iskazuju po sadašnjoj (neotpisanoj) vrednosti.

S obzirom da se ova sredstva, kako je već rečeno, koriste više godina, ona se u tom periodu fizički troše, ali i ekonomski zastarevaju usled tehnološkog razvoja. To znači da im se svake godine vrednost smanjuje, bez obzira da li se ona koriste ili ne. Vrednosni izraz fizičkog trošenja i zastarevanja osnovnih sredstava naziva se amortizacija. Metodi obračuna amortizacije detaljnije su objašnjeni u poglavlju Troškovi sredstava za rad.

Nematerijalna aktiva obuhvata rashode učinjene radi dobijanja koncesija, patenata, licenci, trgovačke marke, istraživačko-razvojne radove i tzv. goodwill (imidž firme). Iako nemaju materijalni oblik, ova sredstva mogu biti veoma značajna stavka u bilansu. Rashodi koji se odnose na nematerijalnu aktivu, po pravilu, prenose se na više godina. Treba primetiti da se u bilansu odražava samo ona nematerijalna aktiva, za koju je pravo korišćenja kupljeno od drugih preduzeća i/ili institucija.

Goodwill se iskazuje u vrednosnom obliku i obuhvata široki krug tržišnog poimanja profitabilnosti i prestižnosti preduzeća (proizvodne tajne, iskustvo poslovanja na određenom tržištu, "vrednost" poslovnih veza i sl.).

Pod dugoročnim finansijskim ulaganjima (plamsanima) podrazumeva se iznos ulaganja u povezana i druga pravna lica, dati dugoročni krediti, vrednost akcija drugih firmi koje preduzeće ima u posedu i druga ulaganja sa rokom dospeća dužim od godinu dana.

Vrednost stalne imovine grupisane u osnovne kategorije prikazana je sledećom tabelom:

P O Z I C I J A	**31-12-05**	**31-12-06**	**31-12-07**	**31-12-08**	**31-12-09**
Nematerijalna ulaganja	127	110	173	157	139
Materijalna ulaganja	34,389	34,972	47,979	59,367	64,884
Dugoročni finansijski plasmani	310	660	528	1,704	1,415
Svega stalna imovina	**34,826**	**35,742**	**48,680**	**61,228**	**66,438**

Ova tabela daje zbirne podatke, ali za potrebe analize potrebno je ući u dubinu i detaljnije prikazati svaku od ovih pozicija. Tako, na primer, struktura nematerijalnih ulaganja može da ima sledeći oblik:

P O Z I C I J A	31-12-05	31-12-06	31-12-07	31-12-08	31-12-09
Osnivačka ulaganjaf					
Ulaganja u razvoj					
Koncesije, patenti, licence i slična prava	127	110	173	157	139
Goodwill					
Avansi za nematerijalna ulaganja					
Nematerijalna ulaganja u pripremi					
Ostala nematerijalna ulaganja					
Svega nematerijalna ulaganja	**127**	**110**	**173**	**157**	**139**

Tek iz ove tabeli vidimo da se nematerijalna ulaganja, iako ne previše značajna u pogledu ukupne vrednosti, sastoje samo iz koncesija, patenata, licenci i sličnih prava, a da ne sadrže, na primer, goodwill i da nema nematerijalnih ulaganja u pripremi.

Vrednost materijalnih ulaganja je rasla iz godine u godinu, sa 34,389 u 2005. godini na 64,884 u 2009. Da li je rasla vrednost svih oblika materijalnih ulaganja ili samo nekih? Da li je vrednost nekih pozicija opadala? Na ova i slična pitanja možemo da odgovorimo ako pogledamo detaljniji prikaz njihove strukture:

P O Z I C I J A	31-12-05	31-12-06	31-12-07	31-12-08	31-12-09
Zemljište					
Šume i višegodišnji zasadi					
Građevinski objekti	13,756	12,371	13,248	27,309	31,144
Postrojenja i oprema	20,633	17,083	16,861	32,058	33,740
Avansi za materijalna ulaganja					
Materijalna ulaganja u pripremi		5,518	17,870		
Ostala materijalna ulaganja					
Svega materijalna ulaganja	**34,389**	**34,972**	**47,979**	**59,367**	**64,884**

Sada se vidi da ovo preduzeće nema zemljišta, niti šuma i višegodišnjih zasada. Njegova materijalna ulaganja sastoje se najvećim delom iz građevinskih objekata, postrojenja i opreme. Osim toga, u 2006. i 2007. godini bilo je materijalnih ulaganja u pripremi, što znači da je preduzeće investiralo u svoja sredstva, što se vidi iz bilansa za 2008. godinu, kada se povećava vrednost građevinskih objekata i postrojenja sa opremom.

Iz čega se sastoje dugoročni finansijski plasmani ovog preduzeća? To ćemo saznati iz naredne tabele, koja prikazuje anlitiku ove bilansne pozicije:

P O Z I C I J A	31-12-05	31-12-06	31-12-07	31-12-08	31-12-09
Dugoročna ulaganja u povezana pravna lica	186	660	528	1,388	1,349
Dugoročna ulaganja u ostala pravna lica					
Dugoročni krediti povezanim pravnim licima					
Dugoročni krediti u zemlji	124			316	66
Dugoročni krediti u inostranstvu					
Ulaganja u dugoročne hartije od vrednosti					
Otkupljene sopstvene akcije					
Ostali dugoročni plasmani					
Svega dugoročni finansijski plasmani	**310**	**660**	**528**	**1,704**	**1,415**

Od raznih mogućih vrsta finansijskih plasmana, preduzeće iz primera imalo je dugoročna ulaganja u povezana pravna lica, kao i date dugoročne kredite (pozajmice) preduzećima u zemlji.

Kratkoročne obaveze

Kratkoročne obaveze predstavljaju iznos novca koji preduzeće treba da plati ili vrednost proizvoda, robe i usluga koje treba isporuči, drugom preduzeću, u roku kraćem od godinu dana.

Osnovna podela kratkoročnih obaveza je na:

- obaveze prema dobavljačima
- kratkoročne finansijske obaveze
- ostale kratkoročne obaveze
- pasivna vremenska razgraničenja

P O Z I C I J A	31-12-05	31-12-06	31-12-07	31-12-08	31-12-09
Obaveze prema dobavljačima	18,917	20,485	20,441	27,411	21,998
Kratkoročne finansijske obaveze	11,565	12,661	11,521	14,710	14,979
Ostale kratkoročne obaveze	1,884	3,732	1,392	950	1,284
Pasivna vremenska razgraničenja	0	0	0	0	0
Svega kratkoročne obaveze	**32,366**	**36,878**	**33,354**	**43,071**	**38,261**

Obveze prema dobavljačima mogu biti: primljeni avansi, depoziti i kaucije, obaveze prema dobavljačima za fakturisanu ili isporučenu, a neplaćenu robu, obaveze prema uvozniku, obaveze za robu uzetu na komisionu i konsignacionu prodaju, obaveze prema državnim organima i institucijama i dr.

P O Z I C I J A	**31-12-05**	**31-12-06**	**31-12-07**	**31-12-08**	**31-12-09**
Primljeni avansi, depoziti i kaucije					
Obaveze prema dobavljačima - - povezanim pravnim licima	0	0	0	0	0
Obaveze prema dobavljačima u zemlji	16,079	18,027	17,579	23,025	18,918
Obaveze prema dobavljačima u inostranstvu	2,838	2,458	2,862	4,386	3,080
Ostale obaveze iz poslovanja					
Svega obaveze prema dobavljačima	**18,917**	**20,485**	**20,441**	**27,411**	**21,998**

Kratkoročne finansijske obaveze obuhvataju obaveze po osnovu uzetih kratkoročnih kredita u zemlji ili inostranstvu, deo uzetih dugoročnih kredita koji dospeva u periodu kraćem od godinu dana, obaveze po osnovu emitovanih kratkoročnih hartija od vrednosti i dr. Sledeća tabela prikazuje iznos ovih obaveza za preduzeće iz primera:

P O Z I C I J A	**31-12-05**	**31-12-06**	**31-12-07**	**31-12-08**	**31-12-09**
Kratkoročni krediti od povezanih preduzeća					
Kratkoročni krediti u zemlji	9,252	10,382	9,793	13,092	13,481
Kratkoročni krediti u inostranstvu					
Deo dugoročnih kredita koji dospeva do jedne godine	2,313	2,279	1,728	1,618	1,498
Obaveze po kratkoročnim hartijama od vrednosti					
Ostale kratkoročne finansijske obaveze					
Svega kratkoročne finansijske obaveze	**11,565**	**12,661**	**11,521**	**14,710**	**14,979**

Pasivna vremenska razgraničenja se odnose na: unapred obračunate troškove, obračunate prihode budućeg perioda, razgraničene zavisne troškove nabavki, razgraničene obaveze za PDV, odložene prihode i primljene donacije i sl.

Ostale kratkoročne obaveze se odnose na obaveze prema zaposlenima, obaveze prema državnim organima i institucijama, i dr.

P O Z I C I J A	31-12-05	31-12-06	31-12-07	31-12-08	31-12-09
Obaveze po osnovu kamata i troškova finansiranja	529	1,786	447	252	538
Obaveze za učešće u dobiti					
Obaveze prema zaposlenima, fizičkim licima, članovima UO					
Obaveze po osnovu zarada	353	766	447	377	538
Obaveze za porez na dodatu vrednost	701	708	349	209	125
Obaveze za ostale poreze, doprinose i dažbine	301	472	149	112	84
Ostale obaveze					
Svega druge obaveze	**1,884**	**3,732**	**1,392**	**950**	**1,284**

Prethodna tabela prikazuje da je ovo preduzeće imalo nekoliko vrsta ostalih obaveza. Ove obaveze obično nisu značajne po vrednosti u poređenju sa svim obavezama koje preduzeće ima u bilansu.

Dugoročne obaveze

Ova kategorija obuhvata tri osnovne vrste obaveza čiji je rok dospeća duži od godinu dana: dugoročne kredite, dugoročna rezervisanja i ostale dugoročne obaveze.

Dugoročni krediti mogu biti dobijeni od povezanih pravnih lica, kao i od drugih preduzeća iz zemlje ili inostranstva.

Preduzeće može uzeti i hipotekarni zajam, za koji u celini ili delimično garantuje svojim sredstvima. Hipotekarni zajmovi su najpovoljniji vid ulaganja za investitora, jer praktično banci eliminišu rizik od nemogućnosti naplate. Ako preduzeće nije sposobno da isplati kamatu ili zajam po njegovom dospeću, investitor koji je uložio sredstva u ovaj zajam ima pravo prvenstva, u poređenju sa drugim ulagačima (na primer imaocima obveznica), u naplati od prodaje aktive preduzeća.

Naredna tabela predstavlja analitiku dugoročnih kredita preduzeća iz primera. Iz nje se vidi da je ono imalo samo obaveze po kreditima u zemlji.

P O Z I C I J A	31-12-05	31-12-06	31-12-07	31-12-08	31-12-09
Dugoročni krediti od povezanih preduzeća					
Dugoročni krediti u zemlji		19,931	11,659	6,789	25,476
Dugoročni krediti u inostranstvu					
Svega dugoročni krediti	**0**	**19,931**	**11,659**	**6,789**	**25,476**

Dugoročna rezervisanja se odnose na troškove i rizike koji mogu da nastanu u poslovanju, i tu spadaju rezervisanja za: troškove koje preduzeće ima za održavanje prodate robe u garantnom roku, troškove obnavljanja prirodnih resursa (zemljišta i šuma), troškove koji će se javiti sa velikom izvesnošću u narednim godinama, a u vezi su sa zadržanim kaucijama i depozitima, troškove naknada i beneficija zaposlenih kao što su otpremnine prilikom odlaska u penziju, jubilarne nagrade i sl, zatim troškovi rezervisanja za sudske sporove u toku, za izdate garancije i jemstva i dr.

Ostale dugoročne obaveze odnose se na obaveze koje se prema ugovoru mogu konvertovati u kapital, obaveze prema matičnim i zavisnim preduzećima, kao i obaveze po emitovanim dugoročnim hartijama od vrednosti (na primer obveznicama).

U cilju pribavljanja dopunskih novčanih sredstava, preduzeće može da emituje obveznice. To je dugoročna hartija od vrednosti sa fiksnom kamatom i glasi na donosioca. Kamata na obveznice se obično isplaćuje jednom do dva puta godišnje do roka dospeća, kada se isplaćuje i iznos glavnice.

P O Z I C I J A	**31-12-05**	**31-12-06**	**31-12-07**	**31-12-08**	**31-12-09**
Obaveze koje se mogu konvertovati u kapital					
Obaveze prema povez. pravnim licima					
Obaveze po emitovanim dugoročnim hartijama od vrednosti	9,055	6,526	989		2,235
Ostale dugoročne obaveze					
Svega ostale dugoročne obaveze	**9,055**	**6,526**	**989**	**0**	**2,235**

Prethodna tabela nam pokazuje da je preduzeće imalo obaveze po emitovanim dugoročnim hartijama od vrednosti, u ovom slučaju – korporativnim obveznicama.

Kapital preduzeća

Ova pozicija predstavlja vrednosni izraz uloga osnivača i/ili vlasnika. Treba obratiti pažnju na izraz "i/ili" u prethodnoj rečenici, jer osnivač preduzeća kasnije ne mora biti i njegov vlasnik. Ovo se posebno odnosi na akcionarska društva, čijim se akcijama trguje na berzi.

Struktura kapitala zavisi od organizacionog oblika i vrste vlasništva. Kada je preduzeće organizovano kao akcionarsko društvo (korporacija), kapital se sastoji od velikog broja malih delova - akcija. Akcije mogu biti obične i privilegovane (preferencijalne).

Akcija kao hartija od vrednosti predstavlja pismenu potvrdu da njen imalac ima prava na učešće u raspodeli dela profita (dividende) preduzeća koje je emi-

tovalo. Kada se radi o tzv. običnim akcijama, tada njihov imalac ima i pravo glasa u organima upravljanja preduzeća-emitenta, za razliku od privilegovanih (preferencijalnih) akcija, gde tog prava nema.

Ako je preduzeće organizovano kao privatno preduzeće jednog vlasnika ili kao ortačko društvo, njegov kapital se sastoji od uloga jednog ili više osnivača.

Kapital javnih i državnih preduzeća je u vlasništvu države, državnog organa ili teritorijalne zajednice. Kapital državnih preduzeća, takođe, može biti podeljen na akcije.

Akcija kao hartija od vrednosti predstavlja pismenu potvrdu da njen imalac ima prava na učešće u raspodeli dela profita (dividende) preduzeća koje je emitovalo. Kada se radi o tzv. običnim akcijama, tada njihov imalac ima i pravo glasa u organima upravljanja preduzeća-emitenta, za razliku od privilegovanih (preferencijalnih) akcija, gde tog prava obično nema.

Kod preduzeća koja su organizovana kao društva sa ograničenom odgovornošću kapital nije podeljen na akcije, već se sastoji od udela.

U vrednost kapitala preduzeća uključuje se i iznos svih rezervi koji se formiraju tokom poslovanja, neraspoređena dobit i emisiona premija (kod akcionarskih društava).

Naredna tabela predstavlja analitiku kapitala preduzeća iz našeg primera:

P O Z I C I J A	**31-12-05**	**31-12-06**	**31-12-07**	**31-12-08**	**31-12-09**
Osnovni kapital	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000
Rezerve	0	0	0	0	0
Neraspoređena dobit	29,352	48,955	73,166	124,721	152,631
Rezultat tekuće godine	15,855	21,515	58,972	37,665	34,509
Svega kapital	**95,207**	**120,470**	**182,138**	**212,386**	**237,140**

Osnovni kapital ovog preduzeća iznosi nominalno 50 miliona dinara i nije se menjao tokom analiziranog perioda. To znači da, ukoliko je preduzeće organizovano kao akionarsko društvo, nije bilo novih emisija akcija tokom 5 godina. Ako se radi o drugom obliku organizovanja, onda nije bilo povećanja kapitala, odnosno dopunskih uplata od strane njegovih vlasnika.

Neraspoređena dobit raste iz godine u godinu, što ukazuje na dve stvari. Prvo, da preduzeće pozitivno posluje, što ćemo proveriti ako pogledamo bilans uspeha. Drugo, ono ne isplaćuje celokupan iznos dobiti u vidu dividendi akcionarima (vlasnicima). Moguće je da uopšte ne isplaćuje dividendu, već kumulira neraspoređenu dobit. Ova informacija je bitna sa stanovišta potencijalnih kupaca akcija ovog preduzeća.

Pozicija “Rezultat tekuće godine” nije uvek izdvojeno prikazana u bilansu stanja. Ona predstavlja direktnu vezu između bilansa stanja i bilansa uspeha, jer predstavlja vrednost godišnjeg finansijskog rezultata koji se prenosi i uvećava ili umanjuje vrednost kapitala.

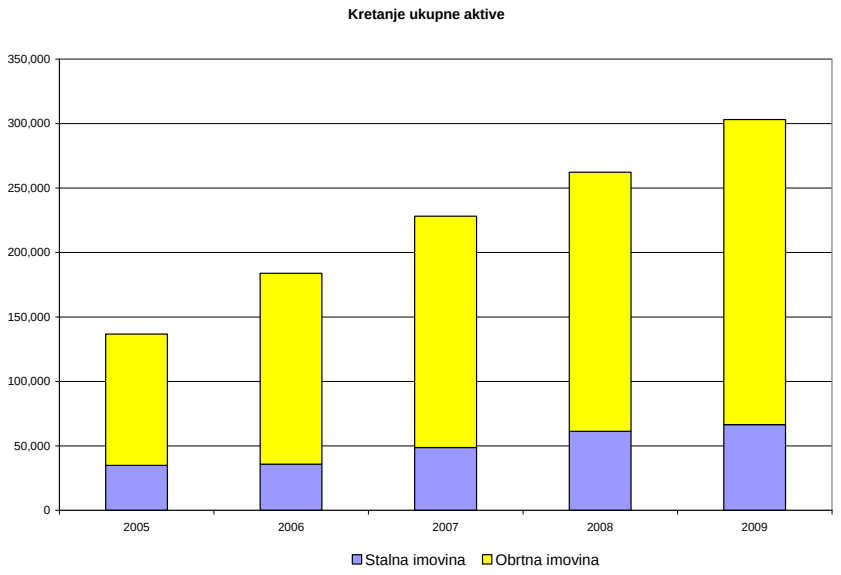
Struktura bilansa stanja (vertikalna analiza)

Stuktura bilansa stanja prikazuje procentualno učešće svake pozicije aktive u ukupnoj aktivi, odnosno pozicija pasive u ukupnoj pasivi, kao i kretanje ove strukture tokom analiziranog perioda.

Naredna tabela prikazuje strukturu aktive izračunatu na bazi podataka bilansa stanja korišćenog kao primer:

P O Z I C I J A	**31-12-05**	**31-12-06**	**31-12-07**	**31-12-08**	**31-12-09**
Nematerijalna ulaganja	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%
Materijalna ulaganja	25.2%	19.0%	21.0%	22.6%	21.4%
Dugoročni finansijski plasmani	0.2%	0.4%	0.2%	0.6%	0.5%
Svega Stalna imovina	**25.5%**	**19.4%**	**21.3%**	**23.3%**	**21.9%**
Zalihe	34.6%	30.5%	32.3%	33.9%	35.1%
Potraživanja po osnovu prodaje	38.0%	35.1%	36.4%	36.3%	31.1%
Kratkoročni finansijski plasmani	0.2%	0.5%	0.4%	0.1%	0.2%
Ostala potraživanja	0.0%	0.3%	0.3%	0.3%	0.0%
Aktivna vremenska razgraničenja	1.5%	3.0%	5.8%	5.0%	4.9%
Gotovina i gotovinski ekvivalenti	0.3%	11.2%	3.5%	1.1%	6.8%
Svega Obrtna imovina	**74.5%**	**80.6%**	**78.7%**	**76.7%**	**78.1%**
Ukupno Aktiva	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**

Iz podataka se vidi da se najveći deo aktive (imovine) ovog preduzeća, odnosi na obrtnu imovinu (prosečno 77,7% uz varijacije od 74,5% do 80,6%), a u okviru njih posebno na zalihe i potraživanja po osnovu prodaje. Takođe, uočava se ujednačen odnos učešća stalne u odnosu na obrtnu imovinu.



Sledećom tabelom prikazana je struktura ukupne pasive:

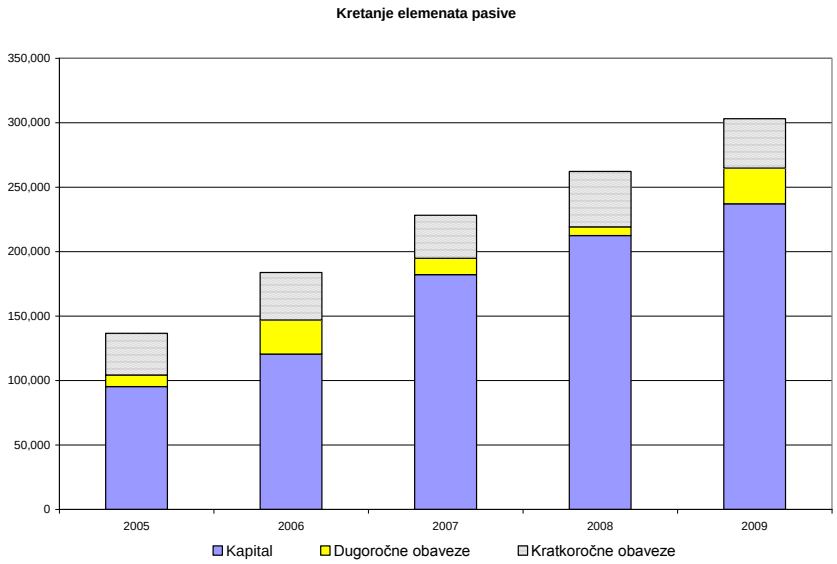
P O Z I C I J A	**31-12-05**	**31-12-06**	**31-12-07**	**31-12-08**	**31-12-09**
Osnovni kapital	36.6%	27.2%	21.9%	19.1%	16.5%
Rezerve	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Neraspoređena dobit	21.5%	26.6%	32.1%	47.6%	50.4%
Rezultat tekuće godine	11.6%	11.7%	25.8%	14.4%	11.4%
Svega kapital	**69.7%**	**65.5%**	**79.8%**	**81.0%**	**78.2%**
Dugoročni krediti	0.0%	10.8%	5.1%	2.6%	8.4%
Ostale dugoročne obaveze	6.6%	3.6%	0.4%	0.0%	0.7%
Dugoročna rezervisanja	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Svega dugoročne obaveze	**6.6%**	**14.4%**	**5.5%**	**2.6%**	**9.1%**
Obaveze prema dobavljačima	13.8%	11.1%	9.0%	10.5%	7.3%
Kratkoročne finansijske obaveze	8.5%	6.9%	5.0%	5.6%	4.9%
Ostale kratkoročne obaveze	1.4%	2.0%	0.6%	0.4%	0.4%
Pasivna vremenska razgraničenja	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Svega kratkoročne obaveze	**23.7%**	**20.1%**	**14.6%**	**16.4%**	**12.6%**
Ukupno pasiva	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**

Najveći deo pasive, odnosno izvora finansiranja, čini kapital preduzeća (prosečno 74,9%, uz varijacije od 65,5% do 81%) uz primetan porast tokom 2007. godine.

Dugoročne obaveze iznose prosečno 7,7% uz pad učešća iz godine u godinu.

Kratkoročne obaveze obuhvataju prosečno 17,5% uz vidljiv porast učešća.

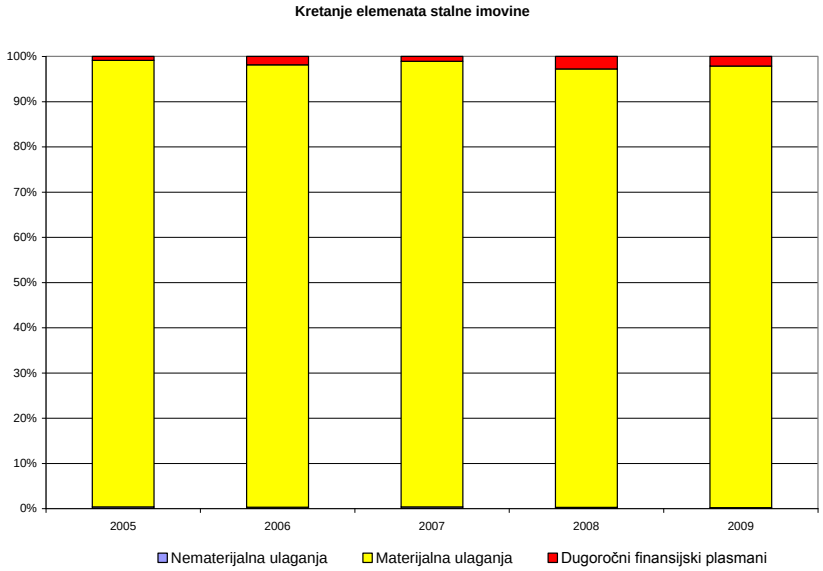
Kao generalna slika se nameće povećanje učešća dugoročnih izvora (kapital i dugoročne obaveze) sa 76,3% u 2005. godini na 87,4% u 2009, u odnosu na kratkoročne izvore koji su smanjeni 23,7% na 12,6% u istom periodu. Svako preduzeće, u principu, treba da preferira dugoročne izvore, jer su oni obično jeftiniji od kratkoročnih i imaju duži rok otplate, tako da vrše manji pritisak na likvidnost. U tom smislu, struktura ročnosti izvora finansiranja kod ovog preduzeća je poboljšana.



Struktura stalne imovine

U strukturi stalne imovine, na materijalna ulaganja se odnosi prosečno 98% stalne imovine, dok se na nematerijalna ulaganja se donosi prosečno 0,3%, a na dugoročne finansijske plasmane 1,7% stalne imovine.

P O Z I C I J A	31-12-05	31-12-06	31-12-07	31-12-08	31-12-09
Nematerijalna ulaganja	0.4%	0.3%	0.4%	0.3%	0.2%
Materijalna ulaganja	98.7%	97.8%	98.6%	97.0%	97.7%
Dugoročni finansijski plasmani	0.9%	1.8%	1.1%	2.8%	2.1%
Svega Stalna imovina	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**

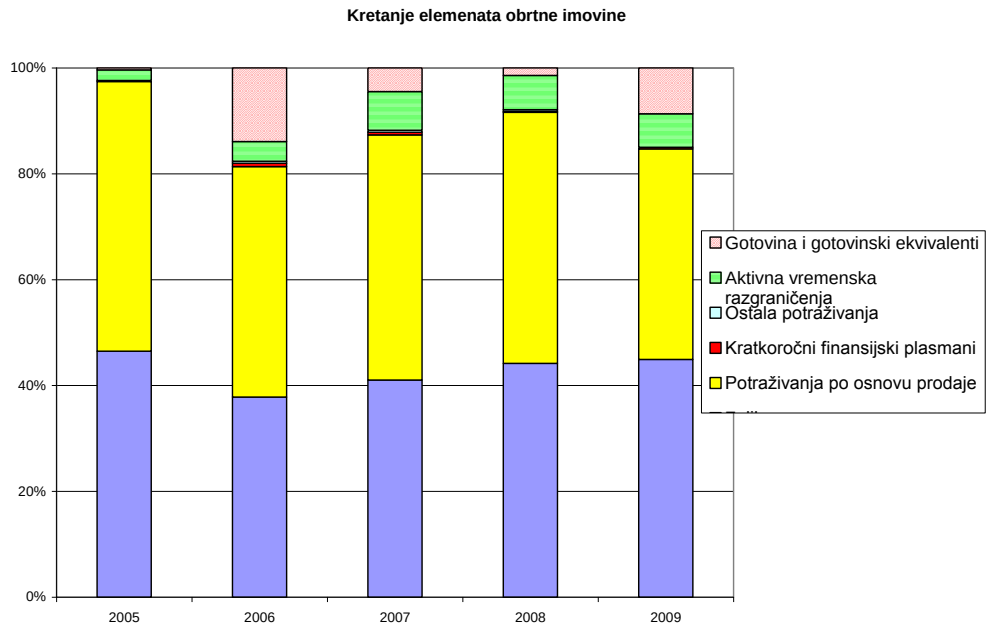


Struktura obrtne imovine

U strukturi obrtne imovine, na zalihe se odnosi u proseku 42,9%, na potraživanja po osnovu prodaje 45,6%, na aktivna vremenska razgraničenja 5,2%, a na gotovinske ekvivalente i gotovinu 5,8%.

P O Z I C I J A	31-12-05	31-12-06	31-12-07	31-12-08	31-12-09
Zalihe	46.5%	37.8%	41.0%	44.2%	44.9%
Potraživanja po osnovu prodaje	50.9%	43.5%	46.3%	47.4%	39.8%
Kratkoročni finansijski plasmani	0.2%	0.6%	0.5%	0.2%	0.3%
Ostala potraživanja	0.0%	0.4%	0.4%	0.3%	0.0%
Aktivna vremenska razgraničenja	2.0%	3.7%	7.3%	6.5%	6.3%
Gotovina i gotovinski ekvivalenti	0.4%	13.9%	4.5%	1.4%	8.7%
Svega obrtna imovina	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**

Primetan je pad učešća potraživanja po osnovu prodaje sa 50,9% (2005) na 39,8% (2009), kao i relativno stabilno učešće vrednosti zaliha.



Struktura zaliha

Struktura zaliha zavisi od privredne grane kojoj preduzeće pripada, odnosno u okviru koje posluje. Kod preduzeća iz oblasti industrijske proizvodnje, u strukturi zaliha provladavaće zalihe sirovina, materijala, delova, sitnog inventara, i proizvodnje u toku. Trgovinska preduzeća nemaju zalihe nedovršene proizvodnje (proizvodnje u toku), ali imaju značajne zalihe robe.

P O Z I C I J A	**31-12-05**	**31-12-06**	**31-12-07**	**31-12-08**	**31-12-09**
Zalihe sirovina, materijala i ambalaže	80.0%	75.0%	84.0%	79.0%	74.0%
Nedovršena proizvodnja i usluge	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Gotovi proizvodi	20.0%	25.0%	16.0%	21.0%	26.0%
Roba	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Svega zalihe	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**

Preduzeće u primeru je imalo relativno stabilnu strukturu zaliha, gde se na zalihe sirovina, materijala i ambalaže odnosilo prosečno 78,4%, a na gotove proizvode 21,6% ukupnih zaliha. Drugih elemenata zaliha nije bilo u posmatranom periodu.

Ukoliko neko preduzeće ima značajno kolebanje u strukturi vrednosti zaliha, to bi se moglo objasniti eventualnim sezonskim fluktuacijama, kada se podaci odnose na više perioda u jednoj godini. Međutim, kada se radi o značajnim varijacijama u strukturi zaliha u toku nekoliko godina, onda to ukazuje na moguće strukturalne poremećaje u poslovanju preduzeća, ili na promene u tržišnom okruženju koje nisu praćene adekvatnom adaptacijom samog preduzeća.

Struktura potraživanja

Struktura ukupnih potraživanja razlikuje se od jednog do drugog preduzeća i, u principu, ne zavisi od privredne grane kojoj preduzeće pripada, već od njegove poslovne politike. Obično, značajno učešće imaju potraživanja od kupaca, kratkoročni finansijski plasmani (u kratkoročne hartije od vrednosti i date kratkoročne pozajmice).

Prema podacima u našem primeru, prosečna potraživanja po osnovu prodaje za ceo analizirani period iznose 98,7%, s tim što u poslednjoj (2009) godini ova pozicija obuhvata 99,3% ukupnih potraživanja. Kratkoročni finansijski plasmani obuhvataju u proseku 0,8%, dok se na ostala potraživanja odnosi 0,5% svih potraživanja.

P O Z I C I J A	**31-12-05**	**31-12-06**	**31-12-07**	**31-12-08**	**31-12-09**
Potraživanja po osnovu prodaje	99.6%	97.7%	98.1%	99.0%	99.3%
Kratkoročni finansijski plasmani	0.4%	1.4%	1.1%	0.3%	0.7%
Ostala potraživanja	0.0%	0.8%	0.8%	0.7%	0.0%
Svega potraživanja	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**

Da bi se analizirao kvalitet potraživanja po osnovu prodaje u smislu dospelosti, ona se mogu podeliti na dospela i nedospela:

P O Z I C I J A	**31-12-05**	**31-12-06**	**31-12-07**	**31-12-08**	**31-12-09**
Nedospela potraživanja	44,087	57,988	68,125	81,018	82,901
Dospela potraživanja	7,780	6,443	14,954	14,297	11,305
Potraživanja klasifikovana kao sumnjiva i sporna	0	0	0	0	0
Svega potraživanja od kupaca u zemlji	**51,867**	**64,431**	**83,079**	**95,315**	**94,206**

Kod ovog preduzeća, na nedospela potraživanja se odnosi prosečno 86% potraživanja po osnovu prodaje, sa varijacijama između 82% i 90%.

Nedospela potraživanja	85.0%	90.0%	82.0%	85.0%	88.0%
Dospela potraživanja	15.0%	10.0%	18.0%	15.0%	12.0%
Potraživanja klasifikovana kao sumnjiva i sporna	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Svega potraživanja od kupaca u zemlji	**100.0%**	**100.0%**	**100.0 %**	**100.0%**	**100.0%**

Normalna situacija je da je većina ovih potraživanja nedospela, jer ona koja su dospela ukazuju na neophodnost korektivne akcije od strane menažera prodaje. Naime, tu se najčešće radi o nedisciplini ili nelikvidnosti kupaca.

Ako želimo dalje da produbimo analizu i da vidimo koliko nam kupci kasne u plaćanju, možemo da sastavimo tabelu sličnu sledećoj:

P O Z I C I J A	**31-12-05**	**31-12-06**	**31-12-07**	**31-12-08**	**31-12-09**
Kašnjenje 1 - 7 dana	6,224	5,283	11,216	11,152	9,722
Kašnjenje 8 - 15 dana	778	520	2,243	1,715	553
Kašnjenje 16 - 30 dana	622	511	1,196	1,144	804
Kašnjenje preko 30 dana	156	129	299	286	226
Svega dospela potraživanja od kupaca u zemlji	**7,780**	**6,443**	**14,954**	**14,297**	**11,305**

Iz nje se vidi koliki je iznos pottaživanja po osnovu prodaje u docnji i koliko dana. Opet, najveći deo će, najčešće pasti u 1 do 7 dana, što spada u standardnu nedisciplinu kupaca. Međutim, period kašnjenja peko 15, a pogotovu preko 30 dana može da ukazuje na sistematski problem u naplati kod kupaca koji spadaju u ovu kategoriju.

P O Z I C I J A	**31-12-05**	**31-12-06**	**31-12-07**	**31-12-08**	**31-12-09**
Kašnjenje 1 - 7 dana	80.0%	82.0%	75.0%	78.0%	86.0%
Kašnjenje 8 - 15 dana	10.0%	8.1%	15.0%	12.0%	4.9%
Kašnjenje 16 - 30 dana	8.0%	7.9%	8.0%	8.0%	7.1%
Kašnjenje preko 30 dana	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
Svega dospela potraživanja od kupaca u zemlji	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**

Prethodna tabela prikazuje procentualnu strukturu dospelih potraživanja prema ročnosti u broju dana kašnjenja. Na kašnjenja od 1 do 7 dana odnosi se u proseku 80,2%, dok su kašnjenja preko 30 dana uvek prisutna sa 2% učešća.

Kratkotočni finansijski plasmani

U zemljama sa nedovoljno razvijenim finansijskim tržištem, najčešći izvor kratkoročnog finansiranja su krediti banaka ili drugih preduzeća. Funkcionisanje finansijskog tržišta, pre svega tržišta novca, obezbeđuje široku lepezu instrumenata za kratkoročnu dopunu nedostajućih izvora. Ovo znači da preduzeće može svoja kratkoročno slobodna sredstva (na primer: jedan, tri, šest ili dvanaest meseci), može plasirati kao kratkoročni kredit drugom preduzeću ili u kupovinu kratkoročnih hartija od vrednosti.

P O Z I C I J A	**31-12-05**	**31-12-06**	**31-12-07**	**31-12-08**	**31-12-09**
Kratkoročni finansijski plasmani u povezana preduzeća	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Kratkoročni krediti u zemlji	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
Kratkoročni krediti u inostranstvu	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Deo dugoročnih kredita koji dospeva do jedne godine	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Plasmani u kratkoročne hartije od vrednosti	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Ostali kratkoročni finansijski plasmani	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Svega kratkoročn finansijski plasmani	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**

Preduzeće iz primera očito posluje u monetarno restriktivnom okruženju, jer je svoja slobodna sredstva plasiralo isključivo u vidu datih kratkoročnih kredita (pozajmica) u zemlji.

Čak i ako postoje svi institucionalni uslovi za plasman u kratkoročne hartije, a preduzeće ipak 90-100% svojih slobodnih sredstava angažuje kao preduzeće u primeru, to znači da finansijsko tržište ne funkcioniše dobro, da je visok rizik ulaganja u ove hartije, da postoji sumnja u likvidnost zajmotražioca itd.

Struktura kapitala

Struktura kapitala preduzeća u zavisnosti je od oblika vlasništva. Kod akcionarskih preduzeća, najveće učešće imaće obične i privilegovane akcije. Kod društava sa ograničenom odgovornošću, akcijski kapital će biti jednak nuli, ali će zato najveću stavku imati udeli i ulozi. Bez obzira na vlasnički oblik, svako preduzeće koje normalno posluje imaće određene rezerve i neraspoređeni profit (dobit).

P O Z I C I J A	31-12-05	31-12-06	31-12-07	31-12-08	31-12-09
Osnovni kapital	52.5%	41.5%	27.5%	23.5%	21.1%
Rezerve	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Neraspoređena dobit	30.8%	40.6%	40.2%	58.7%	64.4%
Rezultat tekuće godine	16.7%	17.9%	32.4%	17.7%	14.6%
Svega kapital	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**

U strukturi ukupnog kapitala, u proseku 33,2% odnosi se na osnovni kapital, čiju osnovu čine akcijski kapital iz običnih i privilegovanih akcija. Zanimljivo je da prosečno 46,9% ukupnog kapitala čini Neraspoređena dobit, a u 2009. godini čak 64,4%.

Struktura ukupnih obaveza

Ukupne obaveze preduzeća sastoje se iz dugoročnih i kratkoročnih obaveza. Kod ovog preduzeća, struktura je sledeća:

P O Z I C I J A	31-12-05	31-12-06	31-12-07	31-12-08	31-12-09
Dugoročne obaveze	21.9%	41.8%	27.5%	13.6%	42.0%
Kratkoročne obaveze	78.1%	58.2%	72.5%	86.4%	58.0%
Svega obaveze	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**

Dakle, prosečno 70,7% svih obaveza dospeva u periodu kraćem od godinu dana. Ova činjenica nije povoljna za preduzeće, koje bi u principu trebalo da se što više finansira iz dugoročnih izvora. Pozitivan trend je u tome što se u poslednjoj (2009) godini, učešće kratkoročnih obaveza smanjilo na 58% sa 86,4% koliko su iznosile u prethodnoj (2008) godini.

Struktura dugoročnih obaveza

Struktura dugoročnih obaveza direktno zavisi od poslovne politike preduzeća, odnosno od načina finansiranja za koji se rukovodstvo opredeli. Ova odluka zavisiće od uslova na finansijskom tržištu, konkretno od kamatnih stopa, kao i od raspoloživosti određenih izvora. Drugim rečima, preduzeće samo odlučuje da li će kao dopunu sopstvenom kapitalu koristiti dugoročne kredite ili emisiju obveznica (i drugih dugoročnih hartija od vrednosti).

P O Z I C I J A	31-12-05	31-12-06	31-12-07	31-12-08	31-12-09
Dugoročni krediti	0.0%	75.3%	92.2%	100.0%	91.9%
Ostale dugoročne obaveze	100.0%	24.7%	7.8%	0.0%	8.1%
Dugoročna rezervisanja	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Svega dugoročne obaveze	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**

U našem primeru, 71,9% dugoročnih obaveza preduzeća sastoji se od dugoročnih kredita, dok se ostatak od 28,1% odnosi na ostale dugoročne obaveze. Kada se uđe u detaljniju analizu dugoročnih kredita uočava se da se oni sastoje 100% od kredita uzetih od banaka u zemlji:

P O Z I C I J A	31-12-05	31-12-06	31-12-07	31-12-08	31-12-09
Dugor. krediti od povezanih preduz.					
Dugoročni krediti u zemlji		19,931	11,659	6,789	25,476
Dugoročni krediti u inostranstvu					
Svega dugoročni krediti	**0**	**19,931**	**11,659**	**6,789**	**25,476**

Interesantno je, takođe, da se ostale dugoročne obaveze odnose u potpunosti na obaveze po emitovanim dugoročnim hartijama od vrednosti (obveznice):

P O Z I C I J A	31-12-05	31-12-06	31-12-07	31-12-08	31-12-09
Obaveze koje se mogu konvertov. u kapital					
Obaveze prema povezanim pravnim licima					
Obaveze po emitovanim dugoročnim hartijama od vrednosti	9,055	6,526	989		2,235
Ostale dugoročne obaveze					
Svega ostale dugoročne obaveze	**9,055**	**6,526**	**989**	**0**	**2,235**

Struktura kratkoročnih obaveza

U strukturi kratkoročnih obaveza, obično, značajna je stavka obaveza prema dobavljačima. Učešće drugih kratkoročnih izvora rezultat je tekuće finansijske politike preduzeća. Trenutni nedostatak finansijskih sredstava može se finansirati uzimanjem kratkoročnih kredita, ili emisijom hartija od vrednosti sa rokom dospeća do godinu dana, a u zavisnosti od tržišnih uslova.

Sledeća tabela pokazuje strukturu kratkoročnih obaveza prema podacima iz primera.

P O Z I C I J A	31-12-05	31-12-06	31-12-07	31-12-08	31-12-09
Obaveze prema dobavljačima	58.4%	55.5%	61.3%	63.6%	57.5%
Kratkoročne finansijske obaveze	35.7%	34.3%	34.5%	34.2%	39.1%
Ostale kratkoročne obaveze	5.8%	10.1%	4.2%	2.2%	3.4%
Pasivna vremenska razgraničenja	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Svega kratkoročne obaveze	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**

Najveći deo, prosečno 59,3% odnosi se na obaveze prema dobavljačima, dok kratkoročne finansijske obaveze obuhvataju 35,6% svih kratkoročnih obaveza.

Uočava se da je u prvoj (2005) godini učešće obaveza prema dobavljačima iznosilo 58,4% i da je maksimum dostignut 2008. godine sa 63,6%. Ostale kratkoročne obaveze varirale su između 2,2% (2008) i 10,1% (2006 godine).

Obaveze prema dobavljačima imaju sledeću strukturu:

P O Z I C I J A	31-12-05	31-12-06	31-12-07	31-12-08	31-12-09
Primljeni avansi, depoziti i kaucije	0	0	0	0	0
Obaveze prema dobavljačima – povezanim pravnim licima	0	0	0	0	0
Obaveze prema dobavljač. u zemlji	16,079	18,027	17,579	23,025	18,918
Obaveze prema dobavljačima u inostranstvu	2,838	2,458	2,862	4,386	3,080
Ostale obaveze iz poslovanja	0	0	0	0	0
Svega obaveze prema dobavljač.	**18,917**	**20,485**	**20,441**	**27,411**	**21,998**

Kratkoročne finansijske obaveze se u najvećem delu (85,2% u proseku) odnose na obaveze po uzetim kratkoročnim kreditima u zemlji, dok se ostatak odnosi na deo dugoročnih kredita koji dospeva u periodu do 1 godine.

P O Z I C I J A	31-12-05	31-12-06	31-12-07	31-12-08	31-12-09
Kratkoročni krediti od povez. preduzeća					
Kratkoročni krediti u zemlji	9,252	10,382	9,793	13,092	13,481
Kratkoročni krediti u inostranstvu					
Deo dugoročnih kredita koji dospeva do jedne godine	2,313	2,279	1,728	1,618	1,498
Obaveze po kratkoročnim hartijama od vrednosti					
Ostale kratkoročne finansijske obaveze					
Svega kratkoročne finansijske obaveze	**11,565**	**12,661**	**11,521**	**14,710**	**14,979**

Analiza dinamike bilansa stanja

Analiza dinamike pojedinih pozicija bilansa stanja ima za cilj da ukaže na trendove u kretanju vrednosti bilansnih stavki. Na početku, pogledajmo kako se kretala vrednost bilansnih pozicija tokom posmatranog perioda.

Dinamika stalne imovine

Podaci u tabeli izraženi su u procentima i predstavljaju odnos podatka za određenu godinu u odnosu na podatak iz prethodne godine (što znači da je prethodna godina uvek jednaka 100%). Podatak manji od 100% označava smanjenje vrednosti bilansne pozicije u odnosu na prethodnu godinu, a veći - povećanje.

Naredna tabela prikazuje dinamiku stalne imovine :

P O Z I C I J A	2006 / 2005	2007 / 2006	2008 / 2007	2009 / 2008
Nematerijalna ulaganja	86.6%	157.3%	90.8%	88.5%
Materijalna ulaganja	101.7%	137.2%	123.7%	109.3%
Dugoročni finansij. plasmani	212.9%	80.0%	322.7%	83.0%
Svega stalna imovina	**102.6%**	**136.2%**	**125.8%**	**108.5%**

Prema podacima iz primera, nematerijalna ulaganja su se uglavnom smanjivala iz godine u godinu, osim u periodu 2005-2006 kada je došlo do povećanja za 57,3%. Povećanje ove pozicije znači da je u tekućoj godini došlo do pribavljanja novih prava, koncesija, licenci i drugo, u vrednosti koja prevazilazi amortizaciju postojećih nematerijalnih ulaganja. Smanjenje vrednosti ove pozicije znači da nije bilo novih nematerijalnih ulaganja, a postojeća su umanjena za amortizaciju, ili da je bilo novih ulaganja ove vrste, ali su ona manja od iznosa amortizacije.

Materijalna ulaganja su se povećavala iz godine u godinu po prosečnoj stopi od 18% godišnje.

S obzirom da se zemljište ne amortizuje, smanjenje vrednosti zemljišta može biti rezultat prodaje dela zemljišta ili proknjižene zvanične procene vrednosti zemljišta od strane ovlešćene revizorske firme; povećanje vrednosti zemljišta može biti rezultat proknjižene nabavke novog zemljišta ili, kao u prethodnom slučaju, proknjižene zvanične procene koja je veća od one koja je bila prikazana u knjigama.

Vrednost građevinskih objekata može biti manja je u jednog godini u odnosu na prethodnu kada nije bilo aktiviranja novih objekata (prenosa sa investicija u toku), a izvršena je amortizacija postojećih, ili ako je došlo do prodaje dela građevinskih objekata. Do povećanja vrednosti ove pozicija dolazi najčešće iz dva razlo-

ga: ako je pušten u rad (aktiviran) objekat koji je bio u izgradnji, i koji se do tada vodio na kontu Osnovna sredstva u pripremi, ili, ako je kupljen novi objekat. Postoji, doduše, i treća mogućnost koja je karakteristična za period transformacije vlasništva. Radi se o tome da se u postupku transformacije, obavezno vrši procena vrednosti kapitala, što znači i imovine. Ako se u postupku procene utvrdi da je vrednost građevinskih objekata veća ili manja od one koja se nalazi u knjigama, onda se na osnovu nalaza procenjivača, sprovode knjiženja koja mogu rezultirati odgovarajućom promenom vrednosti, a da pri tom nije bilo ni nabavke novih, niti prodaje postojećih objekata.

Povećanje vrednost opreme može biti rezultat nabavke dodatne (nove ili polovne) opreme u vrednosti koja za navedeni iznos premašuje amortizaciju postojeće opreme za tu godinu, ili sprovedenih knjiženja na bazi procene vrednosti kapitala. Smanjenje vrednosti najčešće je rezultat amortizacije i/ili prodaje dela opreme.

Do povećanje vrednosti dugoročnih ulaganja može doći zbog povećanja vrednosti akcija drugih firmi koje ovo preduzeće ima u posedu. Drugi razlog povećanja ove pozicije može biti povećanje iznosa datih dugoročnih kredita. Smanjenje vrednosti ove pozicije rezultat je suprotnih procesa od navedenih.

Dinamika zaliha

Sledeća tabela prikazuje nominalnu promenu pozicija zaliha:

P O Z I C I J A	**2006 / 2005**	**2007 / 2006**	**2008 / 2007**	**2009 / 2008**
Zalihe sirovina, materijala i ambalaže	111.0%	147.3%	113.4%	112.1%
Nedovršena proizvodnja i usluge	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Gotovi proizvodi	147.9%	84.2%	158.3%	148.1%
Roba	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Svega zalihe	**118.4%**	**131.5%**	**120.6%**	**119.7%**

Povećanje vrednosti zaliha sirovina i materijala može biti rezultat realnog (količinskog) povećanja zaliha, zatim - povećanja nabavnih cena iznad stope inflacije, i na kraju, promene načina evidentiranja zaliha. Kao što je već ukazano, primena raznih metoda knjiženja zaliha dovodi do razlike u njihovoj vrednosti. Međunarodni računovodstveni standardi, kao i zakonodavstvo gotovo svih zemalja, insistiraju da se zalihe u toku jedne poslovne godine moraju voditi na jedan (usvojeni) način. Međutim, dozvoljeno je da preduzeće na početku sledeće godine usvoji takvu politiku po kojoj se zalihe vode na drugi način, što može dovesti do povećanja vrednosti na kraju te godine. Do smanjenja vrednosti zaliha materijala i sirovina može doći u slučajevima suprotnim od navedenih

Promena vrednosti zaliha proizvodnje u toku (nedovršene proizvodnje) rezultat je promene obima proizvodne aktivnosti. U slučaju povećanja vrednosti, uzrok može biti zastoj u proizvodnji. Na primer: sirovine i materijal redovno ulaze u proces proizvodnje, ali neki od pomoćnih materijala ili rezervni deo nedostaju, tako da ne može da se kompletira ceo proizvod; drugi razlog povećanju proizvodnje u toku može biti objektivno povećanje obima proizvodnje. Treći razlog može biti realno povećanje cena (tj. vrednosti) ulaznih elemenata (inputa); smanjenje vrednosti nedovršene proizvodnje rezultat je efekata suprotnih od navedenih.

Do povećanja vrednosti zaliha gotovih proizvoda dolazi: kada se proces proizvodnje odvija po uobičajenoj dinamici, ali prodaja "ne ide". Drugi uzrok može biti povećanje proizvodnje zbog sezonskog karaktera, tako da se svesno proizvodi "za zalihe". Sledeći razlog može biti realno povećanje obima (količine) i vrednosti proizvodnje u odnosu na prethodni period. Zalihe gotovih proizvoda smanjuju se kada komercijalna služba uspe da proda više nego što proizvodnja može da isporuči, kao i u drugim slučajevima suprotnim od gore navedenih.

Dinamika potraživanja i kratkoročnih plasmana

Promena iznosa potraživanja od kupaca rezultat je promene vrednosti prodaje, efikasnosti naplate, ili politike kreditiranja kupaca. Do povećanja potraživanja dolazi zbog objektivnog povećanja vrednosti prodaje, zbog smanjenja efikasnosti naplate, produžavanja rokova kreditiranja kupaca ili povećanja vrednosti prodaje na odloženo plaćanje.

Povećanje iznosa datih avansa ukazuje na zaoštravanje uslova pod kojima su dobavljači spremni da isporuče robu, što znači da zahtevaju plaćanje unapred. Ovakva politika dobavljača može biti posledica nepoverenja u likvidnost preduzeća-kupca, ili opšteg pogoršanja likvidnosti u privredi.

P O Z I C I J A	**2006 / 2005**	**2007 / 2006**	**2008 / 2007**	**2009 / 2008**
Kupci u zemlji	124.2%	128.9%	114.7%	98.8%
Kupci u inostranstvu	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Potraživanja od kupaca - povezanih pravnih lica	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Svega potraživanja po osnovu prodaje	**124.2%**	**128.9%**	**114.7%**	**98.8%**

Povećanje pozicija kratkoročnih finansijskih plasmana znači da je preduzeće u posmatranom periodu imalo slobodnih finansijskih sredstava koje je iskoristilo tako što je kupilo (i poseduje) hartije od vrednosti sa rokom dospeća do godinu da-

na, ili je plasiralo sredstva u banku uz kamatu ili je dalo kratkoročni kredit drugom preduzeću (ali ne kupcu).

P O Z I C I J A	2006 / 2005	2007 / 2006	2008 / 2007	2009 / 2008
Kratkoročni finansijski plasmani u povezana preduzeća	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Kratkoročni krediti u zemlji	443.5%	96.2%	34.4%	225.5%
Kratkoročni krediti u inostranstvu	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Deo dugoročnih kredita koji dospeva do jedne godine	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Plasmani u kratkoročne hartije od vrednosti	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Ostali kratkoročni finansijski plasmani	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Svega kratkoročni finansijski plasmani	**443.5%**	**96.2%**	**34.4%**	**225.5%**

Dinamika novčanih sredstava i ekvivalenata

Novčana sredstva i novčani ekvivalenti obično (po vrednosti) obično nisu značajna stavka u bilansu, budući da sadrže iznos novca na računu u banci, gotovinu, vrednost nenaplaćenih čekova i slično. Razlog tome je što se preduzeće uvek stara da slobodna sredstva uposli (aktivira) tako da donose neku zaradu. Značajnije povećanje ove pozicije ukazuje da je neposredno pred sastavljanje bilansa (31. decembra) na račun u banci, ili u vidu čekova, stigao određeni priliv koji preduzeće u tom momentu nije angažovalo na drugi način.

P O Z I C I J A	2006 / 2005	2007 / 2006	2008 / 2007	2009 / 2008
Gotovina u blagajni u RSD	5493.3%	38.8%	36.1%	712.2%
Gotovina u blagajni u valuti	5493.3%	38.8%	36.1%	712.2%
Novac u bankama u RSD	6548.7%	29.4%	43.8%	624.7%
Novac u bankama u valuti	4119.3%	58.2%	28.1%	854.6%
Gotovinski ekvivalenti	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Novac u tranzitu	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Ostali novac	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Svega gotovinski ekvivalenti i gotovina	**5492.5%**	**38.8%**	**36.1%**	**712.2%**

Uočljiv je drastičan porast iznosa gotovine u periodu 2006/2005, u šta se možemo uveriti na osnovu podataka iz bilans stanja. Naime, ukupna novčana sredstva i ekvivalenti u 2005. godin iznose 375 hiljada dinara, a za 2006, godinu 20 miliona 597 hiljada dinara.

Dinamika kapitala

U zavisnosti od oblika vlasništva, preduzeće će iskazati podatke na pojedinim pozicijama bilansa stanja, u delu koji se odnosi na kapital. Tako, na primer, akcionarska društva će iskazati podatke na poziciji "Akcijski kapital - obične akcije", "Akcijski kapital - privilegovane akcije" (ukoliko ih ima). Ukoliko su u prvoj emisiji akcije prodate iznad nominalne vrednosti, onda će akcionarsko društvo imati podatak na poziciji "Emisiona premija" (odnosno ažio).

Preduzeća koja su organizovana kao društva sa ograničenom odgovornošću, visinu svog kapitala prikazaće na poziciji "Udeli društava sa ograničenom odgovornošću".

P O Z I C I J A	2006 / 2005	2007 / 2006	2008 / 2007	2009 / 2008
Osnovni kapital	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
Rezerve	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Neraspoređena dobit	166.8%	149.5%	170.5%	122.4%
Rezultat tekuće godine	135.7%	274.1%	63.9%	91.6%
Svega kapital	**126.5%**	**151.2%**	**116.6%**	**111.7%**

Iz ove tabele se vidi da nije bilo promena na osnovnom kapitalu i da nerspoređena dobit raste iz godine u godinu po prosečnoj stopi od 52,3% godišnje.

Imajući u vidu da se akcije u bilansu vode po svojoj nominalnoj vrednosti, povećanje ove pozicije značilo bi da je u tekućoj godini došlo do emisije novih akcija. Smanjenje ove pozicije znači da je preduzeće povuklo deo svojih akcija. Ako se akcije preduzeća kotiraju na berzi, i njihov kurs (cena) na dan sastavljanja bilansa bude veći od kursa na dan sastavljanja prethodnog bilansa, razlika ulazi u ukupan prihod i predstavlja takozvani kapitalni dobitak. Dakle promena kursa akcija na berzi ne utiče na promenu bilansne vrednosti akcijskog kapitala.

Povećanje vrednosti rezervi može da znači dve stvari: da je država zakonom propisala veću stopu obaveznih rezervi (za zakonske rezerve), ili da je preduzeće donelo odluku da poveća iznos izdvajanja u rezerve (za statutarne rezerve). Obrnuto se odnosi na smanjenje rezervi.

Budući da neraspoređeni profit (dobit) predstavlja onaj deo profita (dobiti) koji ostaje na raspolaganju preduzeću posle isplate dividendi, on faktički čini sopstveni kapital i, u momentu kada preduzeće odluči, može se uključiti u ovu bilansnu poziciju. Do smanjenja neraspoređenog profita može doći iz dva razloga: prvo, kada preduzeće odluči da za iznos dela (ili celog) neraspoređenog profita poveća sopstveni kapital (nominalnu vrednos akcija - kod akcionarskog društva, vrednost udela - kod društva sa ograničenom odgovornošću, iznos državnog kapitala kod državnih i javnih preduzeća), i drugo kada je preduzeće poslovalo sa gubi-

tkom, pa deo rezervi i nerasporođenog profita iz prethodnih godina, koristi za pokriće gubitka u tekućoj godini. Do povećanja nerasporođenog profita dolazi kada preduzeće pozitivno posluje, to jest kada je profit veći od obaveza za dividende ili druge vlasničke udele.

Dinamika dugoročnih obaveza

Dugoročne obaveze obuhvataju obaveze po dugoročnim kreditima, obaveze po osnovu emitovanih dugoročnih hartija od vrednosti (recimo, obveznica, ali ne i akcija koje predstavljaju kapital), kao i dugoročne obaveze po ostalim osnovima.

P O Z I C I J A	2006 / 2005	2007 / 2006	2008 / 2007	2009 / 2008
Dugoročni krediti	0.0%	58.5%	58.2%	375.3%
Ostale dugoročne obaveze	72.1%	15.2%	0.0%	0.0%
Dugoročna rezervisanja	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Svega dugoročne obaveze	**292.2%**	**47.8%**	**53.7%**	**408.2%**

Do povećanja obaveza po dugoročnim hartijama od vrednosti dolazi kada preduzeće, radi pribavljanja dopunskih dugoročnih izvora finansiranja, u tekućoj godini emituje obveznice. Kako obveznice emitovane u prethodnim godinama dospevaju za naplatu, preduzeće isplaćuje njihov nominalni iznos kupcima obveznica, a to dovodi do smanjenja bilansne pozicije obaveza po dugoročnim hartijama od vrednosti. Obaveza za kamatu po obveznicama obično se isplaćuje jednom godišnje iz ukupnog prihoda, tako da ne utiče na promenu iznosa obaveza po dugoročnim hartijama od vrednosti.

Kao i dugoročne hartije od vrednosti, dugoročni krediti predstavljaju alternativni izvor finansiranja. Dugoročne kredite najčešće odobravaju banke ili specijalizovani fondovi. Povećanje ove pozicije znači da je u tekućoj godini preduzeće uzelo novi dugoročni kredit, a smanjenje - da je deo prethodno uzetog kredita vratilo kreditoru.

Dinamika kratkoročnih obaveza

Promena iznosa obaveza prema dobavljačima rezultat je promene vrednosti nabavki, urednosti plaćanja, ili politike kreditiranja od strane dobavljača. Do povećanja ovih obaveza dolazi zbog objektivnog povećanja vrednosti nabavki, zbog neurednosti tj. kašnjenja u plaćanju, produžavanja rokova za plaćanje koje su dobavljači odobrili preduzeću ili povećanja vrednosti nabavki na odloženo plaćanje. Do smanjenja vrednosti ove pozicije dolazi u slučajevima suprotnim od navedenih.

Povećanje iznosa primljenih avansa ukazuje na zaoštravanje uslova pod kojima je preduzeće spremno da isporuči kupcima robu, što znači da zahteva plaća-

nje unapred. Ovakva politika prodaje prema kupcima može biti posledica nepoverenja u likvidnost pojedinih kupaca, ili opšteg pogoršanja likvidnosti u privredi.

Pozicije dobijenih kratkoročnih kredita i emitovanih kratkoročnih hartija od vrednosti sadrže vrednost kratkoročnih dopunskih izvora finansiranja. Povećanje ovih pozicija znači da se kod preduzeća, u posmatranom periodu, pojavio nedostatak kratkoročnih izvora finansiranja, te je ono emitovalo hartije od vrednosti sa rokom dospeća do godinu dana (na primer, komercijalni zapis), ili je kod banke uzelo kratkoročni kredit. Smanjenje ovih pozicija ukazuje na neto vraćanje pozajmica u posmatranom periodu, tj. da je preduzeće više obaveza po ovim kreditima i hartijama izmirilo, nego što je uzeto novih.

Sledećom tabelom prikazana je promena kratkoročnih obaveza, na osnovu podataka iz primera:

P O Z I C I J A	**2006 / 2005**	**2007 / 2006**	**2008 / 2007**	**2009 / 2008**
Obaveze prema dobavljačima	108.3%	99.8%	134.1%	80.3%
Kratkoročne finansijske obaveze	109.5%	91.0%	127.7%	101.8%
Ostale kratkoročne obaveze	198.1%	37.3%	68.2%	135.2%
Pasivna vremenska razgraničenja	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Svega kratkoročne obaveze	**113.9%**	**90.4%**	**129.1%**	**88.8%**

Bilans uspeha

Uvod

Bilans uspeha je izveštaj o svim prihodima i rashodima preduzeća nastalih u toku određenog vremenskog perioda (najčešće 3, 6, 9 ili 12 meseci). On može biti interesantniji za investitore, jer omogućava da se proceni kako ce preduzeće poslovati u narednim periodima. Konačni rezultat koji bilans uspeha pokazuje je neto profit koji se dobija kada se od prihoda preduzeća, ostvarenog po svim osnovama, oduzmu svi rashodi, uključujuci tu: direktne i opšte troškove, finansijske rashode i poreze na profit.

Preduzeće može ostvariti prihod na više načina: prodajom proizvoda i robe, vršenjem usluga, naplatom kamate i tako dalje. Za potrebe analize bilansa, prihodi se dele na: prihode od prodaje, finansijske i ostale prihode.

Da bi ostvarilo prihod, preduzeće mora imati i određene rashode. Rashodi su onaj deo troškova preduzeća koji se odnosi na proizvode, robu i usluge po osnovu kojih je ostvaren prihod.

Razlika koja ostane kada se od svih prihoda oduzmu svi rashodi naziva se profit (ili dobit). Ako su rashodi veći od prihoda, onda je ostvaren gubitak.

Zakonodavstvo anglosaksonskih zemalja (SAD, V.Britanija, Australija i dr.), ne propisuje striktno formu i sadržinu bilansa uspeha, što znači da preduzeća imaju određeni stepen slobode prilikom njegove izrade. To, međutim, ne znači da se bilans može sastaviti po nahođenju, jer postoje tzv. računovodstveni standardi, koji su i međunarodno usvojeni, a koji služe kao okvir za procenu i način iskazivanja pojedinih stavki. Teorija i praksa zemalja koje su, na neki način, pod uticajem francuskog i nemačkog iskustva u ovoj oblasti (u ovu grupu zemalja ulazi i Srbija), nameću preduzećima obavezu da se pridržavaju propisanih šema, prilikom sastavljanja bilansa uspeha.

Naredna tabela predstavlja bilans uspeha koji će se koristiti kao primer u daljem izlaganju:

(000 Din)

P O Z I C I J A	**31-12-05**	**31-12-06**	**31-12-07**	**31-12-08**	**31-12-09**
Neto prihod od prodaje	134,581	172,227	217,328	246,918	265,856
Troškovi prodatih proizvoda	6,465	5,141	5,610	1,923	9,099
Bruto dobit	**128,116**	**167,086**	**211,718**	**244,995**	**256,757**
Ostali poslovni prihodi	622	808	1,416	4,100	2,698
Fiksni troškovi	24,496	30,165	33,497	41,122	48,475
Varijabilni troškovi	80,156	104,124	120,600	160,684	165,180
Poslovni rashodi	**104,652**	**134,289**	**154,097**	**201,806**	**213,655**
Poslovni dobitak	**24,086**	**33,605**	**59,037**	**47,289**	**45,800**
Finansijski prihodi	1,305	2,878	4,208	3,177	4,635
Finansijski rashodi	5,320	6,036	4,371	7,339	7,141
Neto finansijski dobitak/gubitak	**-4,015**	**-3,158**	**-163**	**-4,162**	**-2,506**
Vanredni i ostali prihodi	60	1,603	13,754	3,558	2,467
Vanredni i ostali rashodi	2,332	7,593	4,627	4,137	6,424
Dobitak/gubitak iz vanrednih pozicija	**-2,272**	**-5,990**	**9,127**	**-579**	**-3,957**
Dobit pre oporezivanja	**17,799**	**24,457**	**68,000**	**42,548**	**39,337**
Porez na dobit	1,943	2,942	9,028	4,882	4,828
Dobit posle oporezivanja (Neto dobit)	**15,855**	**21,515**	**58,972**	**37,665**	**34,509**

Definisanje pozicija bilansa uspeha

Neto prihod od prodaje

Svi izdaci koje preduzeće učini u cilju plaćanja raznih obaveza, za samo preduzeće predstavljaju trošak, ali za onoga ko prima ta sredstva to je prihod. Kada kupuje materijal za proizvodnju, preduzeće ima trošak, a za prodavca to je prihod. Isplata plata radnicima, za preduzeće je trošak, a za radnike prihod. Plaćanje fiskalnih obaveza, za preduzeće je, takođe trošak, a za državu (odnosno budžet) to predstavlja prihod, i tako dalje. Izvori prihoda preduzeća, mogu se podeliti na sličan način na koji su razvrstani troškovi.

Prihodi od prodaje ostvaruju se prodajom gotovih proizvoda, poluproizvoda ili izvršenih usluga. Ovde se može dodati i prihod od prometne delatnosti koji nastaje prodajom kupljene tuđe robe. Ovu vrstu prihoda može imati i proizvodno preduzeće, ali se ona najčešće javlja kod firmi iz oblasti trgovine. Pandam prihodu od prodaje, na troškovnoj strani su troškovi predmeta za rad (ako preduzeće prodaje proizvode koje drugi koriste kao sirovinu ili materijal), i troškovi sredstava za rad (ako preduzeće prodaje proizvode koji predstavljaju osnovna sredstva za druge), kao i troškovi tuđih usluga.

Prihod od sredstava za rad nastaje prodajom i davanjem u zakup sopstvenih osnovnih sredstava.

Na suprotnoj strani, jasno je, nalaze se troškovi kupovine, zakupa i lizinga ovih sredstava.

Neto prihod od prodaje predstavlja zbir prihoda od prodaje proizvoda, usluga i robe kupcima u zemlji, u inostranstvu i povezanim pravnim licima, umanjen za sve vrste odobrenih rabata, kasa-skonta, povraćaja robe i sl. Naredna tabela prikazuje podatke na osnovu kojih se došlo do vrednosti neto prihoda od prodaje:

P O Z I C I J A	31-12-05	31-12-06	31-12-07	31-12-08	31-12-09
Prihod od prodaje robe					
Prihod od prodaje robe - povezana pravna lica					
Prihod od prodaje robe u zemlji	94,678	126,587	141,481	168,522	167,489
Prihod od prodaje robe u inostranstvu	46,632	54,252	86,714	90,742	111,660
Svega prihod od prodaje robe	**141,310**	**180,838**	**228,194**	**259,264**	**279,149**

P O Z I C I J A	31-12-05	31-12-06	31-12-07	31-12-08	31-12-09
Prihod od prodaje proizvoda i usluga	31-12-05	31-12-06	31-12-07	31-12-08	31-12-09
Prihod od prodaje proizvoda i usluga – povez. pravna lica					
Prihod od prodaje proizvoda i usluga u zemlji					
Prihod od prodaje proizvoda i usluga u inostranstvu					
Svega prihod od prodaje proizvoda i usluga	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Umanjenje prihoda od prodaje robe	31-12-05	31-12-06	31-12-07	31-12-08	31-12-09
Odobreni rabati u veleprodaji	6,730	8,611	10,867	12,346	13,292
Odobreni rabati u Maloprodaji					
Odobreni kasa-skonto					
Povraćaj robe					
Svega umanjenja prihoda od prodaje robe	**6,730**	**8,611**	**10,867**	**12,346**	**13,292**
Umanjenje prihoda od prodaje proizvoda i usluga	31-12-05	31-12-06	31-12-07	31-12-08	31-12-09
Odobreni rabati u veleprodaji					
Odobreni rabati u maloprodaji					
Odobreni kasa-skonto					
Povraćaj proizvoda					
Svega umanjenja prihoda od prodaje proizvoda i usluga	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Neto prihod od prodaje	**134,581**	**172,227**	**217,328**	**246,918**	**265,856**

Iz tabele je očito da preduzeće ostvaruje prihode prodajom robe, a ne prodajom proizvoda i usluga. Zbog toga ima podatke o umanjenjima samo kod prodaje robe.

Ostali poslovni prihodi

U ovu grupu prihoda možemo uključiti

- Prihod od aktiviranja robe i učinaka
- Prihod od premija, subvencija, dotacija, donacija i sl.
- Prihod od zakupnina
- Prihod od tantijema, licenci itd
- Drugi poslovni prihodi

Sledeća tabela predstavlja ostale poslovne prihode preduzeća iz primera:

Ostali poslovni prihodi	31-12-05	31-12-06	31-12-07	31-12-08	31-12-09
Prihod od aktiv. robe i učinaka		481	1,336	2,181	2,057
Prihod od premija, subvencija, dotacija, donacija i sl.					
Prihod od zakupnina	622	327	80	1,919	641
Prihod od tantijema, licenci itd					
Ostali poslovni prihodi					
Svega Ostali poslovni prihodi	**622**	**808**	**1,416**	**4,100**	**2,698**

Finansijski prihodi

Finansijski prihodi ostvaruju se plasiranjem slobodnih finansijskih sredstava na tržištu. Mogućnosti za ovo su raznovrsne: oročavanje depozita kod banaka, kupovina kratkoročnih i dugoročnih hartija od vrednosti, davanje kredita itd. U zavisnosti od načina plasiranja sredstava, prihod koji se ostvari zove se kamata ili dividenda. Finansijski rashodi, naprotiv, nastaju kada se preduzeće javlja u funkciji tražioca ovih sredstava.

Finansijski prihodi se mogu grupisati kao:

- prihodi na ime kamata na depozite preduzeća kod banaka
- prihodi od zateznih kamata
- prihodi od kamata na kupljene hartije od vrednosti
- pozitivne kursne razlike
- ostali finansijski prihodi

Finansijski prihodi	31-12-05	31-12-06	31-12-07	31-12-08	31-12-09
Prihodi od kamata na depozite	653	1,439	2,104	1,589	2,318
Prihodi od zateznih kamata	65	144	210	159	232
Prihodi od kamata na hartije od vrednosti	131	288	421	318	464
Pozitivne kursne razlike	261	576	842	635	927
Ostali finansijski prihodi	196	432	631	477	695
Svega finansijski prihodi	**1,305**	**2,878**	**4,208**	**3,177**	**4,635**

Neposlovni i vanredni prihodi

Ovu grupu prihoda možemo razvrstati na:

- dobitke od prodaje nematerijalnih ulaganja

- dobitke od prodaje materijalnih ulaganja
- dobitke od prodaje hartija od vrednosti
- dobitke od prodaje sirovina, materijala i ambalaže
- prihode iz ranijih godina
- viškove prilikom popisa
- dobitke od otpisa obaveza
- prihode od usklađivanja vrednosti imovine
- ostali vanredni prihodi

Vanredni i ostali prihodi	31-12-05	31-12-06	31-12-07	31-12-08	31-12-09
Dobici od prodaje nematerijalnih ulaganja				71	49
Dobici od prodaje materijalnih ulaganja	40	513	4,401	1,067	740
Dobici od prodaje hartija od vrednosti i udela		160	1,375	356	247
Dobici od prodaje sirovina i ambalaže		289	2,476	640	444
Prihodi iz ranijih godina	20	353	3,026	783	543
Viškovi		128	1,100	285	197
Dobici od otpisa obaveza		80	688	178	123
Prihodi od usklađivanja vrednosti imovine					
Ostali vanredni prihodi		80	688	178	123
Svega vanredni i ostali prihodi	**60**	**1,603**	**13,754**	**3,558**	**2,467**

Ukupan prihod

Ukupan prihod preduzeća predstavlja zbir svih navedenih prihoda u toku određenog vremenskog perioda. Iako je prethodna definicija sasvi jasna, ona krije u sebi značajan metodološki problem, koji se ogleda u nedoumici da li ukupan prihod obuhvata naplaćene ili fakturisane prihode. Radi se, naime, o sledećem. Poslovna godina obuhvata period od 1. januara do 31. decembra. Prethodna nedoumica može se formulisati i ovako: da li u ukupan prihod poslovne godine ulaze samo sredstva koja su naplaćena do 31. decembra, ili ne? Odnosno, da li iznos ispostavljenih, a nenaplaćenih faktura ulazi u prihod tekuće ili naredne godine?

Prihvatanjem principa fakturisane realizacije, otvara se problem rizičnosti naplate potraživanja. Preduzeće plaća porez na promet i dobit koji su u direktnoj vezi sa visinom prihoda. U slučaju nemogućnosti naplate potraživanja dolazi do toga da je preduzeće prikazalo veći prihod i, samim tim, platilo veći porez. Neki autori kao argument u prilog ovog principa navode da se u principu nenaplaćeni pri-

hodi finansiraju iz neplaćenih rashoda. Ovaj argument je ispravan samo u domenu teorije bilansa. U praksi, međutim, preduzeće ne može da zauzme stav da ne plaća obaveze prema dobavljačima, ili da ne plati porez, zato što nije uspelo da naplati svoja potraživanja.

Ovakvo ponašanja dovelo bi do finansijske anarhije.

Kod principa naplaćene realizacije postoji problem vremenske sinhronizacije rashoda i prihoda. Prihvatanjem ovog principa, dolazi se do toga da se godina u kojoj su proizvodi proizvedeni, tereti troškovima njihove proizvodnje, a da je prihod od prodaje ostvaren u narednoj godini. Odnosno, u narednoj godini se pojavljuje prihod od prodaje proizvoda za koje su troškovi nastali u prethodnoj. Sa stanovišta poreskih obaveza preduzeće je u jednakom položaju, jer će u tekućoj godini platiti manji porez za onoliko za koliko će u narednoj platiti više (ukoliko ne dođe do promene poreskih stopa).

U praksi se mogu sresti oba ova principa, s tim što postoji saglasnost da je bolje pridržavati se principa fakturisane realizacije u normalnim privrednim uslovima, a principa naplaćene realizacije u vremenima krize, kada je povećan stepen rizika nenaplativosti.

Sabiranjem poslovnih, finansijskih, revalorizacionih, neposlovnih i vanrednih prihoda dobija se ukupan prihod.

Naredna tabela prikazuje nominalni iznos ukupnog prihoda po godinama.

Ukupan prihod	**31-12-05**	**31-12-06**	**31-12-07**	**31-12-08**	**31-12-09**
Neto prihod od prodaje	134,581	172,227	217,328	246,918	265,856
Ostali poslovni prihodi	622	808	1,416	4,100	2,698
Finansijski prihodi	1,305	2,878	4,208	3,177	4,635
Vanredni i ostali prihodi	60	1,603	13,754	3,558	2,467
Svega ukupan prihod	**136,568**	**177,516**	**236,705**	**257,753**	**275,656**

Poslovni rashodi

Pod poslovnim rashodima podrazumevaju se:

- nabavna vrednost prodate robe
- troškovi materijala za izradu
- troškovi goriva i energije
- troškovi zarada i naknada zarada
- troškovi proizvodnih usluga
- troškovi amortizacije
- troškovi poreza i doprinosa

- nematerijalni troškovi (bez poreza i dopr.)
- ostali poslovni rashodi

Za potrebe analize, neki od pomenutih rashoda se mogu tretirati kao fiksni, a neki kao varijabilni. Na primer, u fiksne troškove spadaju: bruto zarade zaposlenih u administraciji, troškovi kancelarijskog materijala, sredstava za održavanje higijene, poštarine, reklama i propaganda, troškovi sajmova, reprezentacije, troškovi službenih putovanja, troškovi telekomunikacija (mobilna, fiksna, Internet), platnog prometa, osiguranja, zakupnina, održavanja kancelarijske opreme, grejanja i električne energije (osim pogonske), troškovi istraživanja i troškovi amortizacije.

Tabela prikazuje fiksne troškove preduzeća iz primera:

Fiksni troškovi	**31-12-05**	**31-12-06**	**31-12-07**	**31-12-08**	**31-12-09**
Fiksne zarade	6,600	10,136	11,501	14,233	16,544
Kancelarijski troškovi	1,570	1,758	2,009	2,472	2,921
Troškovi marketinga	2,354	2,637	3,013	3,708	4,381
Troškovi službenih putovanja	0	0	0	0	0
Troškovi komunikacija	0	0	0	0	0
Ostali administrat. troškovi	9,378	10,504	12,001	14,769	17,451
Troškovi amortizacije	4,594	5,130	4,974	5,940	7,178
Svega fiksni troškovi	**24,496**	**30,165**	**33,497**	**41,122**	**48,475**

Po sličnom kriterijumu, u varijabilne troškove bi smo uključili: troškove bruto zarada zaposlenih u proizvodnji, troškove materijala za izradu proizvoda, pomoćnog (tzv. režijskog) materijala, troškove pogonske energije, troškove usluga na izradi učinaka, troškove transportnih usluga, troškove transportnih sredstava (održavanje, gorivo, osiguranje, auto-gume).

Tabela prikazuje varijabilne troškove preduzeća iz primera:

Varijabilni troškovi	**31-12-05**	**31-12-06**	**31-12-07**	**31-12-08**	**31-12-09**
Varijabilne zarade	15,401	23,651	26,837	33,210	38,604
Troškovi materijala, energije i usluga	64,755	80,473	93,763	127,474	126,576
Troškovi transport. sredstava	0	0	0	0	0
Svega varijabilni troškovi	**80,156**	**104,124**	**120,600**	**160,684**	**165,180**

Troškovi prodatih proizvoda

Troškovi prodatih proizvoda se izračunavaju tako što se na vrednost početnih zaliha doda vrednost ukupnih nabavki zaliha u toku godine, pa se od tog zbira oduzme vrednost krajnjih zaliha.

Troškovi prodatih proizvoda	31-12-05	31-12-06	31-12-07	31-12-08	31-12-09
Početne zalihe	4,000	2,535	2,394	1,784	4,861
+ Nabavke u toku perioda	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
= Vrednost dobara raspoloživih za prodaju	9,000	7,535	7,394	6,784	9,861
- Krajnje zalihe	2,535	2,394	1,784	4,861	762
Svega troškovi prodatih proizvoda	**6,465**	**5,141**	**5,610**	**1,923**	**9,099**

Finansijski rashodi

Finansijske rashode čine rashodi na ime kamata na kredite, rashodi na ime zateznih kamata, rashodi na ime kamata na emitovane hartije od vrednosti, negativne kursne razlike, otpis dugoročnih finansijskih plasmana i tako dalje.

Finansijski rashodi	31-12-05	31-12-06	31-12-07	31-12-08	31-12-09
Rashodi na ime kamata na kredite	3,192	3,622	2,623	4,403	4,285
Rashodi na ime zateznih kamata	638	724	525	881	857
Rashodi na ime kamata na hartije od vrednosti					
Negativne kursne razlike	1,064	1,207	874	1,468	1,428
Ostali finansijski rashodi	426	483	350	587	571
Svega finansijski rashodi	**5,320**	**6,036**	**4,371**	**7,339**	**7,141**

Svrha odvajanja finansijskih prihoda i rashoda od ostalih (poslovnih) je da se jasno sagleda efekat finansijskih operacija, i da se odvoji od efekata drugih delatnosti preduzeća.

Neposlovni i vanredni rashodi

U vanredne prihode spadaju:

- gubici od prodaje materijalnih i nematerijalnih ulaganja
- gubici od prodaje učešća i dugoročnih hartija od vrednosti
- gubici od prodaje sirovina, materijala i ambalaže
- rashodi iz ranijih godina
- manjkovi po popisu
- rashodi po osnovu otpisa potraživanja

- rashodi po osnovu obezvređivanja imovine
- ostali neposlovni i vanredni rashodi

Vanredni i ostali rashodi	31-12-05	31-12-06	31-12-07	31-12-08	31-12-09
Gubici od prodaje nematerijalnih ulaganja					
Gubici od prodaje materijalnih ulaganja	466	1,519	925	827	1,285
Gubici od prodaje hartija od vrednosti i udela	233	759	463	414	642
Gubici od prodaje sirovina i ambalaže	443	1,443	879	786	1,221
Rashodi iz ranijih godina	490	1,595	972	869	1,349
Manjkovi	163	532	324	290	450
Rashodi po osnovu otpisa potraživanja	280	911	555	496	771
Rashodi po osnovu obezvređenja imovine					
Ostali vanredni rashodi	257	835	509	455	707
Svega vanredni i ostali rashodi	**2,332**	**7,593**	**4,627**	**4,137**	**6,424**

Neposlovni i vanredni prihodi i rashodi su odvojeni jer oni predstavljaju prihode (odnosno rashode) koji se povremeno javljaju i nisu rezultat redovne delatnosti preduzeća. Osim toga njihov iznos je, po pravilu, mali u odnosu na ukupan prihod (tj. rashode) preduzeća.

Dobit (gubitak) pre oporezivanja

Kada se poslovnom dobitku dodaju finansijski, neposlovni i vanredni prihodi, i oduzmu finansijski, neposlovni i vanredni rashodi, dobija se finansijski rezultat (dobit ili gubitak) pre oporezivanja. Ovaj iznos omogućava da se sagleda neto rezultat poslovanja preduzeća jer su isključeni efekti poreske politike vlade.

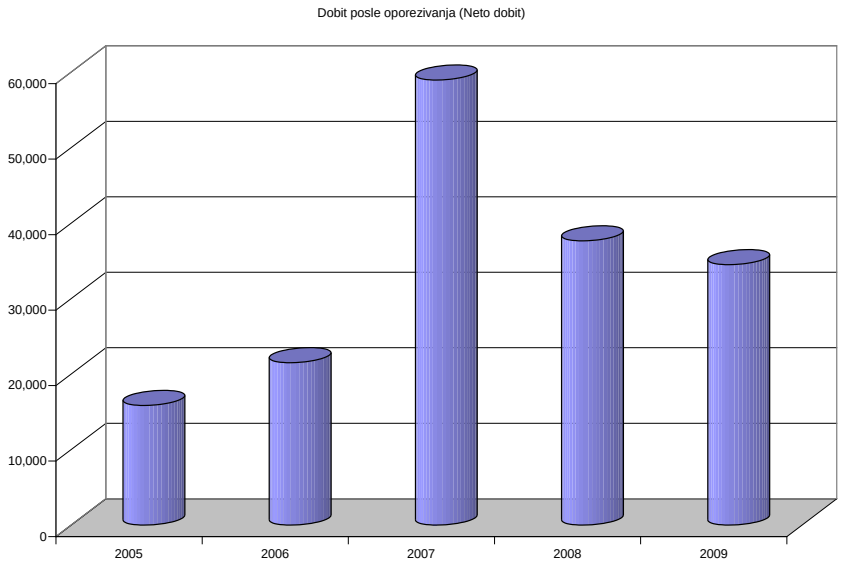
Dobit (gubitak) posle oporezivanja

Kada se dobit pre oprezivanja umanji za porez na dobit, preduzeću ostaje neto dobit, ili dobit posle oporezivanja.

Naredna tabela prikazuje iznos dobiti pre i posle oporezivanja za kompaniju iz primera:

P O Z I C I J A	31-12-05	31-12-06	31-12-07	31-12-08	31-12-09
Dobit pre oporezivanja	**17,799**	**24,457**	**68,000**	**42,548**	**39,337**
Porez na dobit	1,943	2,942	9,028	4,882	4,828
Dobit posle oporezivanja (Neto dobit)	**15,855**	**21,515**	**58,972**	**37,665**	**34,509**

Dobit posle oporezivanja je na raspolaganju vlasnicima da je raspodele u vidu dividendi (ili drugog prinosa na vlasnički kapital) ili da je ne rasporede i ostave na poziciji bilansa stanja "Neraspoređena dobit". Ukoliko se jedan deo ove dobiti isplati akcionarima, a jedan ostane, onda se taj ostatak takođe pripisuje neraspoređenoj dobiti.



Ovakvo grupisanje pozicija bilansa uspeha omogućava da se tačno locira finansijski efekat svih vidova delatnosti preduzeća. U tom smislu, poslovni rezultat je finansijski efekat glavne (osnovne) delatnosti preduzeća, bez obzira da li je to proizvodna, trgovinska ili neka druga. Rezultat finansijskih operacija pokazuje efekat uspešnosti preduzeća samo po osnovu finansijskih operacija, budući da predstavlja razliku između finansijskih prihoda i finansijskih rashoda. Razlika ostalih prihoda i rashoda omogućava sagledavanje finansijskih efekata ostalih delatnosti preduzeća (vanrednih prihoda i rashoda), kao i uticaj revalorizacije na finansijski rezultat.

Kada se poslovnom rezultatu dodaju efekti finansijskih operacija i razlika ostalih prihoda i rashoda, dobija se finansijski rezultat (profit) pre oporezivanja kao neto rezultat poslovanja preduzeća, koji obuhvata sve njegove delatnosti. Odnos neto profita i profita pre oporezivanja pokazuje efekte poreske politike države. Povećanje neto profita pri jednakom profitu pre oporezivanja ukazuje da je došlo do smanjenja stope poreza na profit.

Odnos neraspoređenog profita (dobiti) i neto profita, zavisi od politike isplate dividendi (ili drugih iznosa koji pripadaju vlasnicima). Preduzeće može celokupan iznos neto profita da zadrži za povećanje sopstvenog kapitala, ili, kao druga krajnost, da kompletan neto profit isplati vlasnicima. U praksi se najčešće susreće kompromisno rešenje da se deo neto profita isplaćuje vlasnicima, a deo zadržava u vidu neraspoređenog profita.

Dinamika bilansa uspeha

Međunarodni računovodstveni standardi traže da finansijski izveštaji budu sastavljani tako da budu uporedivi, da daju finansijske informacije za tekuću godinu i za prethodnu godinu. Uobičajena početna tačka za ispitivanje takvih izveštaja je horizontalna analiza koja počinje izračunavanjem promena apsolutnih iznosa i procentualnih promena podataka iz tekuće u odnosu na prethodnu.

Promena pozicija bilansa uspeha analizira se na isti način kao i kod bilansa stanja. Analiza dinamike pojedinih pozicija bilansa uspeha ima za cilj da ukaže na trendove u kretanju vrednosti pojedinih bilansnih stavki.

Tabela kojom je prikazana dinamika bilansnih pozicija sledi. Podaci su izraženi u procentima i predstavljaju odnos tekuće u odnosu na prethodnu godinu (što znači da je prethodna godina uveka jednaka 100%). Podatak manji od 100% označava smanjenje vrednosti bilansne pozicije u odnosu na prethodnu godinu, a veći - povećanje.

P O Z I C I J A	**31-12-05**	**31-12-06**	**31-12-07**	**31-12-08**	**31-12-09**
Neto prihod od prodaje		128.0%	126.2%	113.6%	107.7%
Troškovi prodatih proizvoda		79.5%	109.1%	34.3%	473.2%
Bruto dobit		**130.4%**	**126.7%**	**115.7%**	**104.8%**
Ostali poslovni prihodi		129.9%	175.2%	289.5%	65.8%
Fiksni troškovi		123.1%	111.0%	122.8%	117.9%
Varijabilni troškovi		129.9%	115.8%	133.2%	102.8%
Poslovni rashodi		**128.3%**	**114.8%**	**131.0%**	**105.9%**
Poslovni dobitak		**139.5%**	**175.7%**	**80.1%**	**96.9%**
Finansijski prihodi		220.5%	146.2%	75.5%	145.9%
Finansijski rashodi		113.5%	72.4%	167.9%	97.3%
Neto finansijski dobitak/gubitak		**78.7%**	**5.2%**	**2553.4%**	**60.2%**
Vanredni i ostali prihodi		2671.7%	858.0%	25.9%	69.3%
Vanredni i ostali rashodi		325.6%	60.9%	89.4%	155.3%
Dobitak/gubitak iz vanrednih pozicija		**263.6%**	**-152.4%**	**-6.3%**	**683.4%**
Dobit pre oporezivanja		**137.4%**	**278.0%**	**62.6%**	**92.5%**
Porez na dobit		151.4%	306.9%	54.1%	98.9%
Dobit posle oporezivanja (Neto dobit)		**135.7%**	**274.1%**	**63.9%**	**91.6%**

Mereno relativnim vrednostima, neto prihod od prodaje je u 2009. godin bio za 7,7% veći nego u 2008. Dok je u 2008. godini bio za 13,6% veći nego u 2007.

Bruto dobit je u 2009. godini za 4,8% veća nego u prethodnoj godini, dok je u 2008. za 15,7% veća nego u 2007. godini.

Nasuprot tome što je bruto dobit imala trend rasta u periodu 2007-2009, neto dobit (posle oporezivanja) je u 2009. godini bila manja od one u 2008. za 8,4%, dok je u 2008. bila manja nego u 2007. godini za 26,1%.

Struktura elemenata bilansa uspeha

Stuktura bilansa uspeha prikazuje procentualno učešće svake pozicije prihoda u ukupnom prihodu, odnosno pozicija rashoda u ukupnim rashodima, kao i kretanje ove strukture tokom analiziranog perioda.

Struktura prihoda

Naredna tabela prikazuje strukturu ukupnog prihoda izračunatu na bazi podataka bilansa uspeha korišćenog kao primer:

	31-12-05	**31-12-06**	**31-12-07**	**31-12-08**	**31-12-09**
Prihod od prodaje robe	98.6%	97.2%	92.2%	96.0%	96.6%
Prihod od prodaje proizvoda i usluga	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Ostali poslovni prihodi	0.4%	0.4%	0.6%	1.5%	0.9%
Finansijski prihodi	0.9%	1.5%	1.7%	1.2%	1.6%
Vanredni i ostali prihodi	0.0%	0.9%	5.6%	1.3%	0.9%
Svega prihodi	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**

Očigledno je da je prihod od prodaje robe najznačajniji vid prihoda ovog preduzeća koji u proseku obuhvata 96,1% svih prihoda koje ono ostvaruje.

Sledeća tabela prikazuje strukturu poslovnih prihoda ovog preduzeća:

	31-12-05	**31-12-06**	**31-12-07**	**31-12-08**	**31-12-09**
Prihod od prodaje robe	99.6%	99.6%	99.4%	98.4%	99.0%
Prihod od prodaje proizvoda i usluga	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Ostali poslovni prihodi	0.4%	0.4%	0.6%	1.6%	1.0%
Svega poslovni prihodi	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**

Kako smo videli iz strukture ukupnih prihoda, tako je i kod poslovnih prihoda najznačajnija stavka prihod od prodaje robe na koji se odnosi prosečno 99,2% poslovnih prihoda.

Struktura rashoda

Struktura ukupnih rashoda može biti predstavljena na sledeći način:

	31-12-05	**31-12-06**	**31-12-07**	**31-12-08**	**31-12-09**
Umanjenja prihoda od prodaje robe	5.4%	5.3%	6.1%	5.4%	5.3%
Umanjenja prihoda od prodaje proizvoda i usluga	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Troškovi prodatih proizvoda	5.2%	3.2%	3.1%	0.8%	3.6%
Fiksni troškovi	19.5%	18.7%	18.7%	18.1%	19.4%
Varijabilni troškovi	63.9%	64.4%	67.2%	70.6%	66.2%
Finansijski rashodi	4.2%	3.7%	2.4%	3.2%	2.9%
Vanredni i ostali rashodi	1.9%	4.7%	2.6%	1.8%	2.6%
Svega troškovi	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**

Iz ove tabele se vidi da se najveći deo rashoda (prosečno 66,4%) odnosi na varijabilne troškove, a prosečno 18,9% na fiksne troškove. Uočljivo je, takođe, da su umanjenja prihoda od prodaje robe (dati rabati, diskonti i sl.) iznosili oko 5,5%.

S obzirom da su fiksni i varijabilni troškovi dve najznačajnije grupe troškova u ovom bilansu, onda će se na njih obratiti posebna pažnja. U tom smislu, sledećim tabelama prikazaće se detaljnija struktura ove dve grupe:

	31-12-05	**31-12-06**	**31-12-07**	**31-12-08**	**31-12-09**
Varijabilne zarade	19.2%	22.7%	22.3%	20.7%	23.4%
Troškovi materijala, energije i usluga	80.8%	77.3%	77.7%	79.3%	76.6%
Troškovi transportnih sredstava	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Svega Varijabilni troškovi	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**

Sada vidimo da je najveći deo varijabilnih troškova sačinjen od troškova materijala, energije i usluga, prosečno 78,4%, i varijabilnih zarada 21,6%.

Kod fiksnih troškova, najznačajnija stavka su Ostali administrativni troškovi (ttroškovi platnog prometa, premija osiguranja, poreza i doprinosa, zakupnina, grejanja, električne enerije za kancelarije i sl.) u iznosu od 36,2%.

	31-12-05	31-12-06	31-12-07	31-12-08	31-12-09
Fiksne zarade	26.9%	33.6%	34.3%	34.6%	34.1%
Kancelarijski troškovi	6.4%	5.8%	6.0%	6.0%	6.0%
Troškovi marketinga	9.6%	8.7%	9.0%	9.0%	9.0%
Troškovi službenih putovanja	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Troškovi komunikacija	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Troškovi amortizacije	18.8%	17.0%	14.8%	14.4%	14.8%
Ostali administrativni troškovi	38.3%	34.8%	35.8%	35.9%	36.0%
Svega fiksni troškovi	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**

Fiksne zarade obuhvataju 32,7% ukupnih fiksnih troškova i taj stepen učešća se održava tokom celog analiziranog perioda.

Analiza pokazatelja (Racio analiza)

Racio analiza (analiza odnosa) je važan način za utvrđivanje značajnih odnosa između dve komponente u finansijskom izveštaju. Da bi bila najkorisnija, interpretacija odnosa mora da uključuje ispitivanje osnovnih podataka. Odnosi predstavljaju smernice ili prečice koje su korisne za procenu finansijskog položaja kompanije i njenog poslovanja, kao i za poređenje sa rezultatima iz prethodnih godina ili rezultatima drugih kompanija. Primarna svrha odnosa je da se ukaže na oblasti koje iziskuju dodatno istraživanje. Njih treba koristiti uz istovremeno opšte razumevanje kompanije i njenog okruženja.

Pokazatelji profitabilnosti

Pokazatelji profitabilnosti mere sposobnost menadžmenta preduzeća da kontroliše troškove i ostvari zaradu, odnosno prinos na sredstva uložena u to preduzeće.

Izračunaćemo i prikazati sledeće pokazatelje profitabilnosti:

- Stopa bruto dobiti
- Stopa neto dobiti
- Stopa poslovne dobiti
- Racio troškova
- Dobit pre kamate i poreza (*EBIT*)

- Dobit pre kamate, poreza i amortizacije (*EBITDA*)
- Stopa prinosa na kapital
- Stopa prinosa na ukupnu aktivu
- DuPont stopa prinosa na ukupnu aktivu
- Odnos finansijskih prihoda i rashoda
- Altmanov Z-koeficijent (verovatnoća bankrota)
- Održiva stopa rasta (*Sustainable Growth Rate SGR*)

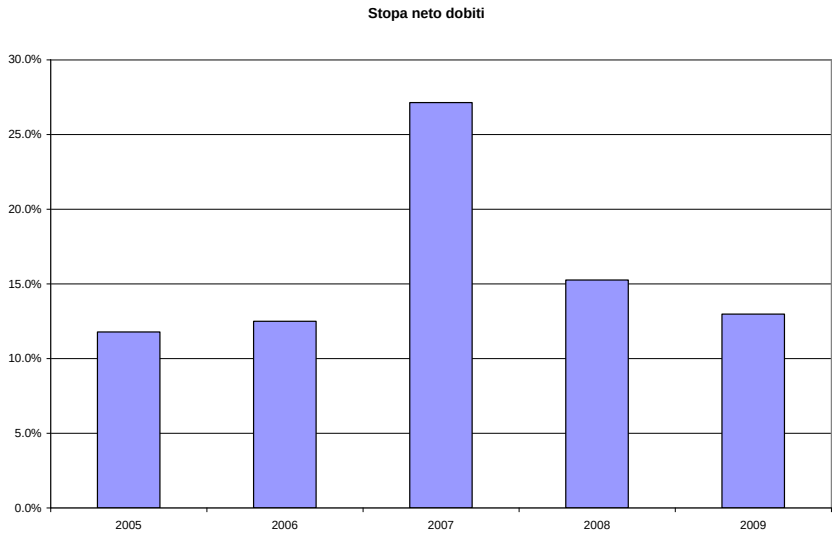
Stopa bruto dobiti pokazuje profitabilnost komercijalnih aktivnosti preduzeća, a ne da li ono stvara profit vlasnicima. Drugim rečima, ovaj pokazatelj označava do kog nivoa se mogu sniziti prodajne cene robe po jedinici, a da pri tom ne dođe do stvaranja gubitka iz osnovne delatnosti. Pošto se bruto dobit izračunava oduzimanjem cene prodatih proizvoda i robe od neto prihoda od prodaje, što je veća bruto dobit – to bolje. Ne postoji standard u pogledu optimalne veličine stope bruto dobiti, jer ona varira od jednog preduzeća do drugog, kao i između raznih privrednih delatnosti. Ipak, bruto dobit bi trebalo da bude dovoljna za pokriće svih poslovnih rashoda i da određeni iznos ostane posle pokrića finansijskih i ostali rashoda.

Izračunava se kao odnos između bruto dobiti i neto prihoda od prodaje.

Stopa bruto dobiti	**31-12-05**	**31-12-06**	**31-12-07**	**31-12-08**	**31-12-09**
1. Bruto dobit	128,116	167,086	211,718	244,995	256,757
2. Neto prihod od prodaje	134,581	172,227	217,328	246,918	265,856
3. Indikator (1 / 2)	*95.2%*	*97.0%*	*97.4%*	*99.2%*	*96.6%*

Stopa neto dobiti se koristi kao mera opšte profitabilnosti preduzeća. Pokazatelj je koristan i zbog toga što, ako neto dobit nije dovoljna, preduzeće neće moći da dostigne zadovoljavajući prinos na uložena sredstva. Ovaj racio pokazuje i sposobnost preduzeća da se suoči sa različitim ekonomskim izazovima, kao što je cenovna konkurencija, niska tražnja i sl. Jasno je da, što je veća stopa neto dobiti, bolja je i profitabilnost. Međutim, kada se interpretira ovaj pokazatelj, treba imati na umu da profitabilnost treba posmatrati i u kontekstu prinosa na ulaganje, odnosno investirani kapital, a ne samo kao prinos od prodaje.

Stopa neto dobiti	**31-12-05**	**31-12-06**	**31-12-07**	**31-12-08**	**31-12-09**
1. Neto dobit	15,855	21,515	58,972	37,665	34,509
2. Neto prihod od prodaje	134,581	172,227	217,328	246,918	265,856
3. Indikator (1 / 2)	*11.8%*	*12.5%*	*27.1%*	*15.3%*	*13.0%*



Stopa poslovne dobiti dobija se stavljanjem u odnos Poslovnog dobitka (dobiti) i Poslovne prihode. Poslovni prihodi predstavljaju zbir Neto prihoda od prodaje i Ostalih poslovnih prihoda. Ovaj pokazatelj je značajan zbog toga što menadžment ima veću kontrolu nad svim ostalim fiksnim i varijabilnim troškovima nego nad troškovima prodate robe i proizvoda. Zbog toga investitori žele da detaljnije razmotre ovaj racio, jer su za njegov pozitivan ili negativan trend direktno zaslužne odluke menadžmenta.

Stopa poslovnog dobitka	31-12-05	31-12-06	31-12-07	31-12-08	31-12-09
1. Poslovni dobitak/gubitak	24,086	33,605	59,037	47,289	45,800
2. Poslovni prihodi	135,203	173,035	218,744	251,018	268,554
3. Indikator (1 / 2)	*17.8%*	*19.4%*	*27.0%*	*18.8%*	*17.1%*

Stopa poslovnog dobitka otkriva ukupne varijacije u operativnim rashodima, ali neki od njih mogu da rastu, a drugi da opadaju. Zato racio troškova stavlja u odnos određene vrste **troškova i neto prihod od prodaje**, kako bi se otkrili uzroci odstupanja poslovnog dobitka. Ovaj pokazatelj može da se izračuna za svaku pojedinačnu vrstu troška ili se oni mogu grupisati kao: troškovi prodatih proizvoda, opšti i administrativni troškovi, fiksni, varijabilni troškovi i sl.

Racio troškova prema neto prihodu od prodaje	31-12-05	31-12-06	31-12-07	31-12-08	31-12-09
1. Troškovi prodatih proizvoda	4.8%	3.0%	2.6%	0.8%	3.4%
2. Fiksni troškovi	18.2%	17.5%	15.4%	16.7%	18.2%
3. Varijabilni troškovi	59.6%	60.5%	55.5%	65.1%	62.1%

Dobit pre kamate i poreza (EBIT) predstavlja profit firme pre uzimanja u obzir troškova kamata i poreza na dobit. Bitan faktor koji je doprineo popularnosti ovog pokazatelja je način na koji on otklanja efekte različite strukture kapitala i poreskih stopa koje imaju razna preduzeća. Isključujući poreze i troškove kamata, podatak korektnije prikazuje sposobnost kompanije da stvara profit i, na taj način, čini lakšim poređenje između kompanija.

Postoji više načina za izračunavanje EBIT, u zavisnosti od potrebe za preciznošću i raspoloživih podataka. Opšta formula je

EBIT = Dobit posle oporezivanja + Porezi i doprinosi iz dobiti + + Neto rashodi na ime kamate

Dobit posle oporezivanja (koja se još naziva i Neto dobit) je pozicija bilansa uspeha i taj podatak je lako pronaći. Iznos poreza i dopinosa na dobit, takođe se nalazi u bilansu uspeha i ovaj podatak je jasan sam po sebi. Međutim, neto rashode na ime kamate moramo da izračunamo. Jedan način je:

+ Prihodi od kamata na depozite

+ Prihodi kamata na hartije od vrednosti

- Rashodi na ime kamata na kredite

- Rashodi na ime kamata na hartije od vrednosti

= Neto rashodi na ime kamate

Dakle, u rashode na ime kamate uključuju se samo ona kamata koja se odnosi na troškove finansiranja. To znači da, recimo zatezne kamate za kašnjenje u plaćanju obaveza, ili negativne kursne razlike na bi trebalo uključiti u kalkulaciju.

Međutim, ukoliko nisu raspoloživi detaljni podaci, onda se, kao gruba procena može koristiti razlika između finansijskih prihoda i finansijskih rashoda.

U našem primeru, neto rashodi na ime kamate iznose:

Neto rashodi na ime kamate	**31-12-05**	**31-12-06**	**31-12-07**	**31-12-08**	**31-12-09**
1. Prihodi od kamata na depozite	653	1,439	2,104	1,589	2,318
2. Prihodi od kamata na hartije od vrednosti	131	288	421	318	464
3. Rashodi na ime kamata na kred.	3,192	3,622	2,623	4,403	4,285
4. Rashodi na ime kamata na hartije od vrednosti	0	0	0	0	0

5. Svega Neto rashodi na ime kamate (1+2-3-4)	**3,975**	**5,348**	**5,147**	**6,310**	**7,066**

Te se, na osnovu podataka iz prethodne tabele i bilansa uspeha može izračunati Dobit pre kamate i poreza (EBIT):

Dobit pre kamate i poreza (EBIT)	**31-12-05**	**31-12-06**	**31-12-07**	**31-12-08**	**31-12-09**
1. Neto dobit	15,855	21,515	58,972	37,665	34,509
2. Porezi i doprinosi iz dobiti	1,943	2,942	9,028	4,882	4,828
3. Neto rashodi na ime kamate	2,409	1,895	98	2,497	1,504
4. Indikator (1 + 2 + 3)	*20,208*	*26,352*	*68,098*	*45,045*	*40,841*

Za izračunavanje **Dobiti pre kamate, poreza i amortizacije (EBITDA)**, potrebno je prvo izračunati EBIT, a zatim isključiti još dve pozicije: amortizaciju materijalnih i nematerijalnih ulaganja. Ova mera profitabilnosti je posebno interesantna kod preduzeće ima veliku vrednost osnovnih sredstava i kada je izložena visokim troškovima amortizacije. Ovaj pokazatelj je, takođe, zanimljiv i poveriocima preduzeća, jer EBITDA u suštini predstavlja dobit raspoloživu za otplatu kamata. Generalno govoreći, ovo je korisno merilo samo za velike kompanije sa značajnom vrednošću stalne imovine, i za one kompanije koje imaju značajne finansijske obaveze.

Dobit pre kamate, poreza i amortizacije (EBITDA)	**31-12-05**	**31-12-06**	**31-12-07**	**31-12-08**	**31-12-09**
1. Neto dobit	15,855	21,515	58,972	37,665	34,509
2. Porezi i doprinosi iz dobiti	1,943	2,942	9,028	4,882	4,828
3. Neto rashodi na ime kamate	2,409	1,895	98	2,497	1,504
4. Troškovi amortitacije	4,594	5,130	4,974	5,940	7,178
5. Indikator (1 + 2 + 3 + 4)	*24,802*	*31,482*	*73,072*	*50,985*	*48,019*

Stopa prinosa na kapital (ROE) meri koliko su akcionari (ili vlasnici udela) zaradili na svoje uloge u preduzeću. Izračunava se stavljanjem u odnos neto dobiti, tj. dobiti posle oporezivanja i prosečnog stanja kapitala u toku godine. Ukoliko nije bilo novih emisija akcija, odnosno povećanja kapitala u toku godine, onda je prosečno stanje kapitala jednako krajnjem na dan 31.12.

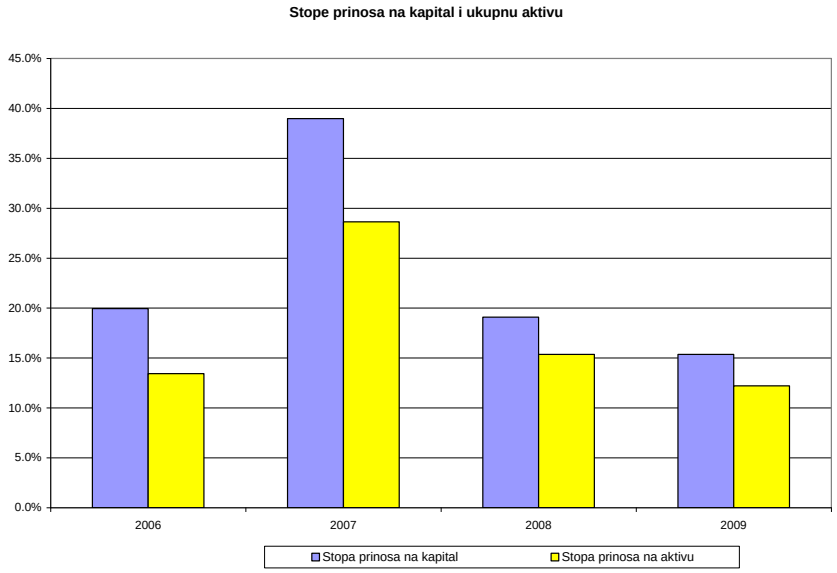
Stopa prinosa na kapital	**_____**	**31-12-06**	**31-12-07**	**31-12-08**	**31-12-09**
1. Neto dobit		21,515	58,972	37,665	34,509
2. Kapital		107,839	151,304	197,262	224,763
3. Indikator (1 / 2)		*20.0%*	*39.0%*	*19.1%*	*15.4%*

Široko rasprostranjen i korišćen od strane investitora, ROE govori vlasnicima običnih akcija koliko efektivno je njihov novac angažovan. Ovde treba napomenuti da postoje varijacije kod izračunavanja ovog pokazatelja. Ako, pored običnih akcija, preduzeće ima emitovane i privilegovane, onda investitori koji žele da vide prinos samo na kapital od običnih akcija, mogu da neto dobit umanje za iznos dividendi koja pripada vlasnicima privilegovanih akcija, i da umanje ukupan kapital za iznos kapitala od privilegovanih akcija.

Stopa prinosa na ukupnu aktivu pruža podatak o tome koliko menadžment ostvaruje angažujujući svaki dinar u imovinu, odnosno ukupnu aktivu preduzeća. Što je veći prinos, to se efektivnije koriste sredstva preduzeća u cilju stvaranja profita. Ovaj pokazatelj se izračunava stavljanjem u odnos neto dobiti (tj. dobiti posle oporezivanja) sa prosečnom aktivom.

Stopa prinosa na ukupnu aktivu	**____**	**31-12-06**	**31-12-07**	**31-12-08**	**31-12-09**
1. Neto dobit		21,515	58,972	37,665	34,509
2. Ukupna aktiva		160,217	205,973	245,193	282,679
3. Indikator (1 / 2)		*13.4%*	*28.6%*	*15.4%*	*12.2%*

Neki analitičari umesto neto dobiti koriste poslovnu dobit za izračunavanje ovog racija. U svakom slučaju, potreba za ulaganjem u osnovna i obrtna sredstva varira između različitih kompanija. Neke od njih, koje se nazivaju "kapitalno intenzivne" po prirodi svoje delatnosti imaju velika sredstva uložena u stalnu imovinu, mnogo više nego neka druga koja se, na primer, bave pružanjem usluga.



DuPont stopa prinosa na kapital. Ovo je metod merenja performansi preduzeća koji je začet u Du Pont korporaciji tokom 1920-tih godina. Formula za izračunavanje prinosa na kapital (ROE) je:

*ROE = Stopa neto dobiti * Koeficijent obrta ukupne aktive * * Multiplikator kapitala = Neto dobit / Kapital*

ili u razuđenom obliku

*ROE = (Neto dobit/Neto prihod od prodaje) * (Neto prihod od prodaje/Ukupna aktiva) * (Ukupna aktiva/Kapital) = Neto dobit / Kapital*

DuPont formula nam pokazuje da na stopu prinosa na kapital imaju uticaja tri stvari:

- efikasnost poslovanja, merena stopom neto dobiti
- efikasnost korišćenja imovine (tj. aktive), merena koeficijentom obrta aktive
- finansijski leveridž, meren odnosom multiplikatorom kapitala, tj. Odnosom ukupne aktive i kapitala

DuPont stopa prinosa na kapital	**31-12-05**	**31-12-06**	**31-12-07**	**31-12-08**	**31-12-09**
1. Neto dobit	15,855	21,515	58,972	37,665	34,509
2. Neto prihod od prodaje	134,581	172,227	217,328	246,918	265,856
a) = 1 / 2	0.12	0.12	0.27	0.15	0.13
3. Neto prihod od prodaje	134,581	172,227	217,328	246,918	265,856
4. Ukupna aktiva	136,628	183,805	228,140	262,246	303,112
b) = 3 / 4	0.99	0.94	0.95	0.94	0.88
5. Ukupna aktiva	136,628	183,805	228,140	262,246	303,112
6. Kapital	95,207	120,470	182,138	212,386	237,140
c) = 5 / 6	1.44	1.53	1.25	1.23	1.28
*7. Indikator (a * b * c)*	*0.17*	*0.18*	*0.32*	*0.18*	*0.15*

Pokazatelj **efektivnosti finansijske delatnosti** pokazuje odnos između ostvarenih finansijskih prihoda i finansijskih rashoda. Ako je vrednost ovog pokazatelja veća od 1, onda su efekti finansijske delatnosti posmatrane izolovano, pozitivni, odnosno finansijski prihodi su veći od odgovarajućih rashoda.

Odnos finansijskih prihoda i rashoda	**31-12-05**	**31-12-06**	**31-12-07**	**31-12-08**	**31-12-09**
1. Finansijski prihodi	1,305	2,878	4,208	3,177	4,635
2. Finansijski rashodi	5,320	6,036	4,371	7,339	7,141

3. Indikator (1 / 2)	*0.25*	*0.48*	*0.96*	*0.43*	*0.65*

Altmanov Z-koeficijent (verovatnoća bankrota). Formulu za izračunavanje tzv. Z-koeficijenta objavio je 1968. godine Edvard Altman, tada profesor finansija na Univerzitetu Njujork. Formula se može koristiti za predviđanje verovatnoće da će preduzeće bankrotirati u toku naredne 2 godine. Praktična primena modela u realnom okruženju pokazala je da je formula u 72% slučajeva tačno predvidela bankrot firmi 2 godine pre nego što se to zaista i desilo. Koeficijent se izračunava na sledeći način:

$$Z = 1{,}2 * T1 + 1{,}4 * T2 + 0{,}6 * T3 + 0{,}999 * T4 + 3{,}3 * T5$$

gde su:

T1 = Neto obrtni kapital / Ukupna aktiva

T2 = Neraspoređena dobit / Ukupna aktiva

T3 = Tržišna vrednost akcijskog kapitala / Ukupne obaveze

T4 = Neto prihod od prodaje / Ukupna aktiva

T5 = Dobit pre kamate i poreza (tj. EBIT) / Ukupna aktiva

Za preduzeće iz našeg primera, podaci su sledeći:

Altmanov Z-koeficijent	**31-12-05**	**31-12-06**	**31-12-07**	**31-12-08**	**31-12-09**
1. Neto obrtni kapital	69,436	111,185	146,106	157,947	198,413
2. Ukupna aktiva	136,628	183,805	228,140	262,246	303,112
a) = 1.20 * (1 / 2)	0.6	0.7	0.8	0.7	0.8
3. Neraspoređena dobit	29,352	48,955	73,166	124,721	152,631
4. Ukupna aktiva	136,628	183,805	228,140	262,246	303,112
b) = 1.40 * (3 / 4)	0.3	0.4	0.4	0.7	0.7
5. Tržišna vrednost akcijskog kapitala	22,650	28,900	37,050	33,600	29,400
6. Ukupne obaveze	41,421	63,335	46,002	49,860	65,972
c) = 0.60 * (5 / 6)	0.3	0.3	0.5	0.4	0.3
7. Neto prihod od prodaje	134,581	172,227	217,328	246,918	265,856
8. Ukupna aktiva	136,628	183,805	228,140	262,246	303,112
d) = 0.999 * (7 / 8)	1.0	0.9	1.0	0.9	0.9
9. Dobit pre kamate i poreza (EBIT)	20,208	26,352	68,098	45,045	40,841
10. Ukupna aktiva	136,628	183,805	228,140	262,246	303,112
e) = 3.30 * (9 / 10)	0.5	0.5	1.0	0.6	0.4

11. Indikator (a + b + c + d + e)	*2.7*	*2.8*	*3.6*	*3.3*	*3.1*

Tumačenje rezultata: ako je vrednost Z-koeficijenta veća od 2,99 onda je mala verovatnoća da će kompanija bakrotirati u naredne dve godine. Ako je Z-koeficijent manji od 1,80 tada su velike šanse da će otići u bankrot.

Održiva stopa rasta (Sustainable Growth Rate SGR) predstavlja maksimalnu stopu rasta prihoda od prodaje koji se može postići bez dodatnog zaduživanja ili povećanja kapitala. Ako preduzeće ima stopu prinosa na kapital 20%, ono može da nastavi sa rastom prihoda od 20% jednostavno reinvestirajući svu neraspoređenu dobit i održavajući stabilan odnos kapitala i obaveza. Ukoliko želi da se razvija brže od ove stope, preduzeće mora da angažuje dodatni kapitala ili da poveća finansijski leveridž, odnosno zaduženost.

Prema podacima za preduzeće iz našeg primera, njegova održiva stopa rasta po godinama je sledeća:

Održiva stopa rasta (Sustainable Growth Rate SGR)	**31-12-05**	**31-12-06**	**31-12-07**	**31-12-08**	**31-12-09**
1. Neto dobit	15,855	21,515	58,972	37,665	34,509
2. Ukupan prihod	143,297	186,127	247,572	270,099	288,949
a) = (1 / 2)	0.11	0.12	0.24	0.14	0.12
3. Isplaćene dividende	1,330	1,918	2,461	2,354	2,329
4. Neto dobit	15,855	21,515	58,972	37,665	34,509
b) = 1 - (3 / 4)	0.92	0.91	0.96	0.94	0.93
5. Ukupne obaveze	41,421	63,335	46,002	49,860	65,972
6. Kapital	95,207	120,470	182,138	212,386	237,140
7. Nematerijalna ulaganja	127	110	173	157	139
c) = 5 / (6 - 7)	0.44	0.53	0.25	0.23	0.28
8. Ukupna aktiva	136,628	183,805	228,140	262,246	303,112
9. Ukupan prihod	143,297	186,127	247,572	270,099	288,949
d) = (8 / 9)	0.95	0.99	0.92	0.97	1.05
*10. Indikator (a*b*(1+c)) / (d - (a*b*(1-c)))*	*18.0%*	*19.4%*	*45.0%*	*19.9%*	*15.7%*

Pokazatelji o akcijama

Finansijski izveštaji preduzeća, kao i analiza pokazatelja izvedenih iz njih, pružaju mnoštvo korisnih informacija. Međutim, ponekad je to i suviše mnogo informacija, tako da običan investitor ostane zbunjen i pretrpan podacima. Pokazatelji o akci-

jama pokušavaju da na pojednostavljen način investitorima pruže najvažnije podatke o tome šta mogu da očekuju ako ulože sredstva u akcije nekog preduzeća.

Ovde će se obraditi sledeći pokazatelji o akcijama i dividendi:

- Prinos po akciji (EPS)
- Dividenda po akciji
- Cena akcije / Prinos po akciji (P/E)
- Procenat isplate dividendi
- Prinos dividende (Dividend Yield)
- Pokriće dividendi
- Knjigovodstvena cena akcije
- Tržišna prema knjigovodstvenoj ceni akcija

Prinos po običnoj akciji pokazuje iznos neto odnos koji se može alocirati na svaku običnu akciju. Izračunava se na sledeći način:

Prinos po akciji (EPS) = (Neto dobit - Dividende isplaćene za privilegovane akcije) / Prosečan broj običnih akcija.

Ukoliko u toku godine nije bilo novih emisija, onda je prosečan broj emitovanih akcija na početku i na kraju godine jednak. U primeru, preduzeće je imalo 1.000 akcija na početku godine i isto toliko na kraju, pa je prosek jednak (1.000 +1.000)/2 =1.000 akcija.

Ovde treba imati u vidu da se dividende za privilegovane akcije isplaćuju pre dividendi za obične, pa se zbog toga taj iznos oduzima od neto dobiti.

U našem primeru preduzeće nije imalo emitovanih privilegovanih akcija, tako da je i podatak o dividendama na tu vrstu akcija jednak nuli.

Prinos po akciji (EPS)	**31-12-05**	**31-12-06**	**31-12-07**	**31-12-08**	**31-12-09**
1. Neto dobit		21,515	58,972	37,665	34,509
2. Isplaćene dividende za privilegovane akcija		0	0	0	0
3. Prosečan broj običnih akcija		1,000	1,000	1,000	1,000
5. Indikator (1 - 2) / 3		*21.52*	*58.97*	*37.67*	*34.51*

Prinos koji se može raspodeliti vlasnicima privilegovanih akcija, izračunava se stavljanjem u odnos neto profita i broja emitovanih privilegovanih akcija. Pošto ove akcije imaju prioritet pri isplati dividende, onda se, ukoliko neto profit nije dovoljan za isplatu i privilegovanih i običnih akcija, prvo isplaćuje dividenda po privilegovanim akcijama, a onaj deo koji (ako) preostane isplaćuje se vlasnicima običnih akcija.

Odnos između **cene i prinosa po akciji** dobija se stavljanjem u odnos tržišne cene akcija na dan bilansa i prinosa po običnoj akciji. Po pravilu, viši koeficijent Cena/Prirast označava veću sigurnost vlasnika akcija da će preduzeće i u budućem ostvarivati zadovoljavajuci profit. Ovaj koeficijent može se upoređivata sa odgovarajucim koeficijentom drugih preduzeća u grani. Primena ovog koeficijenta moguća je samo pri postojanju i aktivnom radu finansijskog tržišta, koje obezbeđuje svakodnevne informacije o cenama akcija preduzeća.

Cena akcije / Prinos po akciji (P/E)	**31-12-05**	**31-12-06**	**31-12-07**	**31-12-08**	**31-12-09**
1. Tržišna cena akcija		28.90	37.05	33.60	29.40
2. Prinos po akciji		21.52	58.97	37.67	34.51
3. Indikator = 1 / 2		*1.34*	*0.63*	*0.89*	*0.85*

Dividenda po običnoj akciji izračunava se stavljanjem u odnos isplaćene dividende za obične akcije i broja ovih akcija. Dividenda za isplatu po osnovu posedovanja običnih akcija menja se u zavisnosti od ostvarenog neto profita.

Dividenda po akciji	**31-12-05**	**31-12-06**	**31-12-07**	**31-12-08**	**31-12-09**
1. Dividende isplaćene akcionarima		1,330	1,918	2,461	2,354
2. Prosečan broj akcija		1,000	1,000	1,000	1,000
3. Indikator = 1 / 2		*1.33*	*1.92*	*2.46*	*2.35*

Podatak od 2,35 za 2009. godinu pokazuje da svaka akcija donosi 2350 dinara dividende (s obzirom da su novčani iznosi u bilansu izraženi u hiljadama dinara).

Dividenda po privilegovanoj akciji predstavlja količnik iznosa dividendi isplaćenih za privilegovane akcije i broja ovih akcija. Dividenda za isplatu po osnovu posedovanja privilegovanih akcija nije u zavisnosti od ostvarenog neto profita.

Koeficijent isplate dividende pokazuje koliki deo neto dobiti se isplaćuje akcionarima u vidu dividendi. Dobija se stavljanjem u odnos iznosa isplaćenih dividendi i neto dobiti.

Procenat isplate dividendi	**31-12-05**	**31-12-06**	**31-12-07**	**31-12-08**	**31-12-09**
1. Dividende isplaćene akcionarima	1,330	1,918	2,461	2,354	2,329
2. Neto dobit	15,855	21,515	58,972	37,665	34,509
3. Indikator = 1 / 2	*8.4%*	*8.9%*	*4.2%*	*6.2%*	*6.7%*

Pokazatelj **Prinos dividende** (Dividend Yield) pokazuje koliku dividendu može da očekuje potencijalni ulagač za svaki dinar plaćen za kupljenu akciju na tržištu. Dobija se stavljanjem u odnos dividende po akciji i tržišne cene akcija.

Prinos dividende (Dividend Yield)	**31-12-05**	**31-12-06**	**31-12-07**	**31-12-08**	**31-12-09**
1. Dividenda po akciji		1.33	1.92	2.46	2.35
2. Tržišna cena akcija		28.90	37.05	33.60	29.40
3. Indikator = 1 / 2		*0.05*	*0.05*	*0.07*	*0.08*

Podatak od 0,08 za 2009. godinu pokazuje da je te godine, svaki dinar uložen u akcije donosio 0,05 dinara, odnosno 8% dividende.

Knjigovodstvena vrednost obične akcije jednaka je vrednosti akcijskog kapitala, (ako akcijski kapital sadrži i privilegovane akcije, onda se uzima samo vrednost kapitala od običnih akcija) podeljenoj sa brojem emitovanih običnih akcija. Kada se ova vrednost podeli sa prosečnim brojem akcija u toku godine, dobija se **knjigovodstvena cena jedne obične akcije**.

Tačnije

$$KCA = (AK + ND + R) / n$$

gde je

KCA = knjigovodstvena vrednost 1 obične akcije,

AK = akcijski kapital (obične akcije),

ND = neto dobit ostvarena u toku godine,

R = rezerve koje pripadaju vlasničkom kapitalu,

n = broj emitovanih običnih akcija.

Preduzeće iz našeg primera ima sledeće podatke:

Knjigovodstvena cena akcije	**31-12-05**	**31-12-06**	**31-12-07**	**31-12-08**	**31-12-09**
1. Osnovni kapital	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000
2. Rezerve	0	0	0	0	0
3. Neraspoređena dobit	29,352	48,955	73,166	124,721	152,631
4. Prosečan broj akcija	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
5. Indikator = (1 + 2 + 3) / 4	*79.35*	*98.96*	*123.17*	*174.72*	*202.63*

Iz ove tabele vidi se da knjigovodstvena cena akcija raste zbog toga što preduzeće ostvaruje dobit.

Tržišna cena akcija prema knjigovodstvenoj ceni je pokazatelj koji investitori često koriste upoređujući akcije različitih kompanija. Podatak o tržišnoj ceni

dobija se sa berze i to je poslednja cena po kojoj je trgovano akcijama na dan sastavljanja bilansa. Knjigovodstvena cena, kako je prikazano u prethodnom primeru, predstavlja vrednost ukupnog akcijskog kapitala po jednoj emitovanoj akciji.

Tržišna prema knjigovodstvenoj ceni akcija	**31-12-05**	**31-12-06**	**31-12-07**	**31-12-08**	**31-12-09**
1. Tržišna cena akcija	22.65	28.90	37.05	33.60	29.40
2. Knjigovodstvena cena akcije	79.35	98.96	123.17	174.72	202.63
3. Indikator = 1 / 2	*0.29*	*0.29*	*0.30*	*0.19*	*0.15*

Ako je tržišna cena akcije komapnije niža od knjigovodstvene, to može da znači jednu od dve stvari. Prva je, da su akcije ove komapnije nekorektno i nefer podcenjene od strane investitora zbog nekih prolaznih okolnosti i da, zbog toga predstavljaju dobru priliku za kupovinu po niskoj ceni. Sa druge strane, ako je tržište (investitori) pravilno procenilo vrednost, bar u doglednoj budućnosti, onda kupovina ovih akcija predstavlja loš potez koji može da donese gubitak.

Pokazatelji likvidnosti

Likvidnost je sposobnost preduzeća da izmiri dospele obaveze. To podrazumeva da ono ima dovoljno likvidnih sredstava, odnosno novca i novčanih ekvivalenata. Međutim, činjenica da preduzeće navodi značajne iznose gotovine i gotovinskih ekvivalenata u svom bilansu stanja, ne znači nužno da je ova gotovina dostupna za plaćanje katkoročnih obaveza.

Zanimljiv primer je kompanija Apple koja je u svojim bilansima prikazala da ima skoro 7 milijardi dolara u gotovini i gotovinskim ekvivalentima, ali je rukovodstvo kompanije upozorilo da će biti neophodno da se nastavi uzimanje kratkoročnih pozajmica. Razlog za to je bio taj, što se značajan deo gotovine kompanije, gotovinskih ekvivalenata i kratkoročnih investicija nalazio u filijalama kompanije u inostranstvu, i nije bio raspoloživ za održavanje kratkoročne likvidnosti u matičnoj zemlji.

Ovde će biti prikazani sledeći pokazatelji likvidnosti:

- Koeficijent likvidnosti I stepena
- Koeficijent likvidnosti II stepena
- Koeficijent likvidnosti III stepena
- Likvidna sredstva prema kratkoročnim obavezama
- Prosečni saldo kupaca prema prosečnom saldu dobavljača

Koeficijent likvidnosti I stepena, kao pokazatelj pokrića kratkoročnih obaveza gotovinom i gotovinskim ekvivalentima na dan bilansa. Ovaj pokazatelj se ponekad naziva - rigorozni racio likvidnosti, i predstavlja indikator tekuće likvidnosti, odnosno sposobnosti da se izmire dospele obaveze.

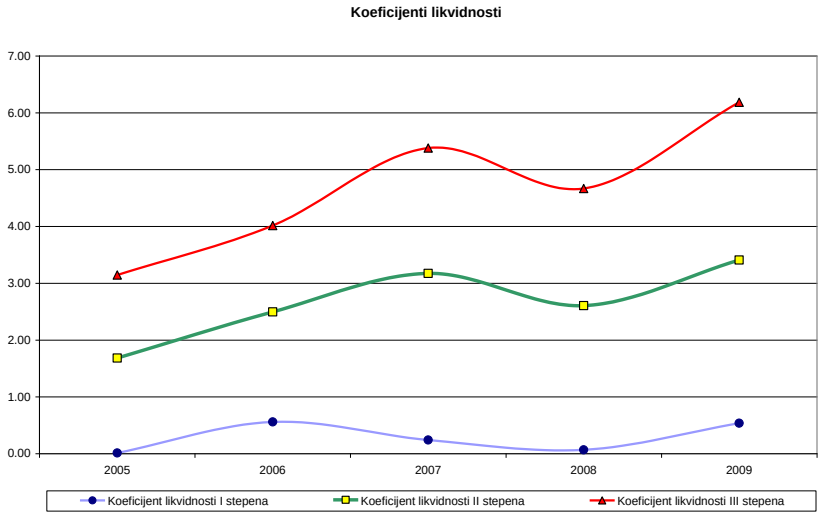
Koeficijent likvidnosti I stepena	31-12-05	31-12-06	31-12-07	31-12-08	31-12-09
1. Gotovina i gotovinski ekvivalenti	375	20,597	7,991	2,883	20,532
2. Kratkoročne obaveze	32,366	36,878	33,354	43,071	38,261
3. Indikator 1 / 2	*0.01*	*0.56*	*0.24*	*0.07*	*0.54*

Koeficijent likvidnosti II stepena, je pokazatelj pokrića kratkoročnih obaveza likvidnim sredstvima i potraživanjima. Vrednost ovog pokazatelja veća od 1 ukazuje na to da preduzeće pokriva sve kratkoročne obaveze likvidnim sredstvima i potraživanjima (uz pretpostavku da su potraživanja naplativa).

Koeficijent likvidnosti II stepena	31-12-05	31-12-06	31-12-07	31-12-08	31-12-09
1. Obrtna imovina	101,802	148,063	179,460	201,018	236,674
2. Zalihe	47,317	56,000	73,645	88,828	106,284
3. Kratkoročne obaveze	32,366	36,878	33,354	43,071	38,261
4. Indikator (1 - 2) / 3	*1.68*	*2.50*	*3.17*	*2.60*	*3.41*

Koeficijent likvidosti III stepena (koeficijent opšte likvidnosti), predstavlja pokazatelj pokrića kratkoročnih obaveza obrtnom imovinom. Vrednost ovog indikatora veća od 1 govori o tome da ukupna vrednost obrtne imovine pokriva u potpunosti iznos kratkoročnih obaveza, i predstavlja signal o solidnom pokriću kratkoročnih obaveza obrtnom imovinom. Vrednost manja od 1, ukazuje da je deo kratkoročnih obaveza pokriven stalnom imovinom, što se ne može smatrati povoljnim pokazateljem.

Koeficijent likvidnosti III stepena	31-12-05	31-12-06	31-12-07	31-12-08	31-12-09
1. Obrtna imovina	101,802	148,063	179,460	201,018	236,674
2. Kratkoročne obaveze	32,366	36,878	33,354	43,071	38,261
3. Indikator (1 / 2)	*3.15*	*4.01*	*5.38*	*4.67*	*6.19*

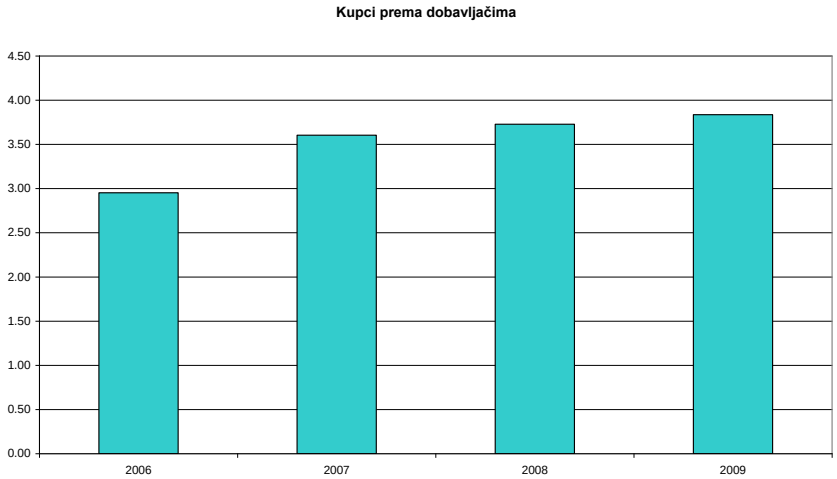


Sledeći pokazatelj predstavlja stepen pokrića kratkoročnih obaveza kratkoročnim finansijskim plasmanima, gotovinskim ekvivalentima i gotovinom.

Likvidna sredstva prema kratkoročnim obavezama	**31-12-05**	**31-12-06**	**31-12-07**	**31-12-08**	**31-12-09**
1. Kratkoročni finansijski plasmani i gotovina	589	21,546	8,904	3,197	21,240
2. Kratkoročne obaveze	32,366	36,878	33,354	43,071	38,261
3. Indikator 1 / 2	*0.02*	*0.58*	*0.27*	*0.07*	*0.56*

Odnos prosečnih potraživanja od kupaca i prosečnih obaveza prema dobavljačima, može se koristiti kao pokazatelj očekivane ili potencijalne likvidnosti. Ovaj pokazatelj se bazira na pretpostavci da se potraživanja naplaćuju istom dinamikom kojom se plaćaju obaveze prema dobavljačima. U tom slučaju se može očekivati da se iz priliva od naplate potraživanja, mogu platiti dospele obaveze prema dobavljačima. Prema podacima iz primera, ovaj pokazatelj ima vrednosti prikazane sledećom tabelom:

Kupci prema dobavljačima	**31-12-05**	**31-12-06**	**31-12-07**	**31-12-08**	**31-12-09**
1. Prosečna potraživanja od kupaca		58,149	73,755	89,197	94,761
2. Prosečne obaveze prema dobavljačima		19,701	20,463	23,926	24,705
3. Indikator (1 / 2)		*2.95*	*3.60*	*3.73*	*3.84*



Pokazatelji poslovne efikasnosti

Pokazatelji poslovne efikasnosti, koji se još nazivaju i pokazatelji aktivnosti ili pokazatelji obrta, pružaju podatke o tome koliko je preduzeće efikasno u upotrebi svoje imovine. Ovde ćemo obratiti pažnju pre svega na to koliko efikasno preduzeće upravlja potraživanjima, zalihama i naravno ukupnom imovinom. U tu svrhu koristićemo se sledećim pokazateljima poslovne efikasnosti:

- Koeficijent obrta kupaca
- Prosečan period naplate potraživanja
- Koeficijent obrta zaliha
- Prosečan period obrta zaliha
- Koeficijent obrta dobavljača
- Prosečan period plaćanja obaveza dobavljačima
- Period konverzije gotovine
- Koeficijent obrta ukupne aktive
- Dospela potraživanja prema ukupnim potraživanjima od kupaca
- Dospela potraživanja prema neto prihodu od prodaje

S obzriom da većina ovih pokazatelja koristi prosečna stanja pojedinih stavki bilansa, to pokazatelj za 2005. godinu nije mogao biti izračunat.

Ovi pokazatelji predstavljaju solidnu podlogu za donošenje odluka o pravcima delovanja rukovodstva u cilju poboljšanja kvaliteta poslovanja, delujući na

smanjenje potrebnog vremena za naplatu potraživanja, povećavanja vremena plaćanja obaveza, smanjivanja poslovnog rizika itd.

Koeficijent obrta kupaca pokazuje koliko se puta godišnje naplate potraživanja od kupaca, odnosno koliko se dinara prihoda ostvari na 1 dinar nenaplaćenih potraživanja.

Prosečan period naplate potraživanja pokazuje koliko je dana prosečno bilo potrebno da se naplate potraživanja.

Koeficijent obrta kupaca	**31-12-05**	**31-12-06**	**31-12-07**	**31-12-08**	**31-12-09**
1. Neto Prihodi od prodaje		172,227	217,328	246,918	265,856
2. Prosečna potraživanja od kupaca		58,149	73,755	89,197	94,761
3. Indikator (1 / 2)		*3.0*	*2.9*	*2.8*	*2.8*
Prosečan period naplate potraživanja					
1. Broj dana u godini		365	365	365	365
2. Koeficijent obrta kupaca		3.0	2.9	2.8	2.8
3. Indikator (1 / 2)		*123.2*	*123.9*	*131.9*	*130.1*

Prosečan period naplate potraživanja od kupaca u 2009. godini iznosio je 130 dana.

Koeficijent obrta dobavljača pokazuje koliko puta godišnje se plaćaju obaveze prema dobaljacima. Prosečan period plaćanja obaveza pokazuje koliko je dana prosečno bilo potrebno da se plate obaveze.

Koeficijent obrta dobavljača	**31-12-05**	**31-12-06**	**31-12-07**	**31-12-08**	**31-12-09**
1. Ukupne nabavke (potražni promet dobavljača)		128,275	139,925	150,350	157,250
2. Prosečne obaveze prema dobavljačima		19,701	20,463	23,926	24,705
3. Indikator (1 / 2)		*6.5*	*6.8*	*6.3*	*6.4*
Prosečan period plaćanja obaveza dobavljačima					
1. Broj dana u godini		365	365	365	365
2. Koeficijent obrta dobavljača		6.5	6.8	6.3	6.4
3. Indikator (1 / 2)		*56.1*	*53.4*	*58.1*	*57.3*

Prosečan period plaćanja obaveza prema dobavljačima u 2009. godini iznosio je nešto preko 57 dana.

Koeficijent obrta zaliha pokazuje koliko puta godišnje se zalihe obrnu (realizuju i reprodukuju), odnosno na koliko dinara periodičnih rashoda na ime realizacije ostaje 1 dinara vezan u zalihama. Uobičajeno je da visok koeficijent znači i efikasno upravljanje zalihama jer se one brže obrću i manje novca je potrebno da se one finansiraju. Nizak koeficijent obrta, ukazuje na moguće preinvestiranje u zalihe, slab kvalitet proizvoda, akumuliranje zaliha materijala i/ili robe, gomilanje zatarelih proizvoda i onih koji imaju slabu prođu na tržištu i sl.

Prosečno vreme obrta zaliha prakticno znači kolika je prosečna starost zaliha. To je vreme koje prosečno protekne od nabavke materijala za proizvodnju do konačne prodaje gotovih proizvoda.

Međutim, podatak o troškovima prodatih proizvoda se ne može uvek naći u finansijskim izveštajima, pa se zbog toga koristi Neto prihod od prodaje.

Koeficijent obrta zaliha	**31-12-05**	**31-12-06**	**31-12-07**	**31-12-08**	**31-12-09**
1. Neto prihod od prodaje		172,227	217,328	246,918	265,856
2. Prosečne zalihe		51,659	64,823	81,237	97,556
3. Indikator (1 / 2)		*3.3*	*3.4*	*3.0*	*2.7*
Prosečan period obrta zaliha					
1. Broj dana u godini		365	365	365	365
2. Koeficijent obrta zaliha		3.3	3.4	3.0	2.7
3. Indikator (1 / 2)		*109.5*	*108.9*	*120.1*	*133.9*

Prosečan period konverzije pokazuje potrebno vreme da se novac ponovo pretvori u novac, odnosno prosečno vreme (u danima) koje protekne od nabavke zaliha za proizvodnju do momenta naplate potraživanja.

Period konverzije gotovine (u danima)	**31-12-05**	**31-12-06**	**31-12-07**	**31-12-08**	**31-12-09**
1. Period naplate potraživanja		123	124	132	130
2. Period obrta zaliha		140	137	136	144
3. Period plaćanja obaveza dobavljačima		56	53	58	57
3. Indikator (1 + 2 + 3)		*319.4*	*314.6*	*326.4*	*331.7*

Koeficijent obrta ukupne aktive pokazuje odnos između ukupnog prihoda, ostvarenog u toku godine, i ukupno angažovanih sredstava, i pokazuje koliko je ukupnog prihoda ostvareno na svaki dinar angažovanih sredstava.

Koeficijent obrta ukupne aktive	**31-12-05**	**31-12-06**	**31-12-07**	**31-12-08**	**31-12-09**

1. Ukupan prihod		186,127	247,572	270,099	288,949
2. Ukupna aktiva		160,217	205,973	245,193	282,679
3. Indikator (1 / 2)		*1.16*	*1.20*	*1.10*	*1.02*

Pokazatelji pokrića i solventnosti

Pokazatelji zaduženosti, pokrića i solventnosti mere stepen zaštićenosti kreditora i onih koji su na duži rok plasirali svoja sredstva u preduzeće. Oni, takođe, mogu biti od pomoći u proceni sposobnosti preduzeća da se dalje zadužuje i da svoje dugoročne obaveze vrati na vreme.

Ovde će biti prikazani sledeći pokazatelji pokrića i solventnosti:

- Kapital prema stalnoj imovini
- Dugoročni izvori prema stalnoj imovini
- Kapital prema ukupnim obavezama
- Neto obrtni kapital
- Stepen pokrića rashoda na ime kamate
- Slobodan novčani tok (Free Cash Flow)

Pokriće stalne imovine sopstvenim kapitalom pokazuje sa koliko dinara sopstvenog kapitala je pokriven svaki dinar stalne imovine. Vrednost ovog pokazatelja iznad 1 označava da je stalna imovina potpuno pokrivena trajnim kapitalom.

Kapital prema stalnoj imovini	**31-12-05**	**31-12-06**	**31-12-07**	**31-12-08**	**31-12-09**
1. Kapital	95,207	120,470	182,138	212,386	237,140
2. Stalna imovina	34,826	35,742	48,680	61,228	66,438
3. Indikator (1 / 2)	*2.73*	*3.37*	*3.74*	*3.47*	*3.57*

Pokriće stalne imovine dugoročnim izvorima pokazuje sa koliko dinara dugoročnih izvora (sopstveni kapital i dugoročni krediti) je pokriven svaki dinar stalne imovine. Ako ovaj pokazatelj ima vrednost veću od 1, to znači da je stalna imovina u potpunosti pokrivena dugoročnim izvorima finansiranja. Ovaj koeficijent uvek ima vrednost veću od prethodnog (stepen pokrića stalne imovine trajnim kapitalom), osim u slučaju kada preduzeće nema dugoročnih obaveza, i tada su ova dva pokazatelja jednaka.

Dugoročni izvori prema stalnoj imovini	**31-12-05**	**31-12-06**	**31-12-07**	**31-12-08**	**31-12-09**
1. Kapital	95,207	120,470	182,138	212,386	237,140
2. Dugoročne obaveze	9,055	26,457	12,648	6,789	27,711

3. Stalna imovina	34,826	35,742	48,680	61,228	66,438
4. Indikator (1 + 2) / 3	*2.99*	*4.11*	*4.00*	*3.58*	*3.99*

Ova dva pokazatelja značajna su iz tog razloga što bi stalna imovina trebalo da je pokrivena sopstvenim izvorima ili bar iz dugoročnih izvora. To znači da bi vrednost ova dva koeficijenta trebala biti veća od 1, da bi se moglo govoriti o stabilnoj strukturi finansiranja stalne imovine.

Trajni kapital prema obavezama označava odnos sopstvenog kapitala i dugoročnih i kratkoročnih obaveza. U teoriji bilansa ne postoji usaglašeno mišljenje o tome koji je optimalan odnos između trajnog kapitala i obaveza, odnosno koja je "idealna" struktura pasive. Praksa potvrđuje da je vrlo teško odrediti ovaj odnos, jer on zavisi od mnogih faktora, na primer: od raspoloživosti različitih izvora finansiranja na tržištu, od likvidnosti i solventnosti banaka, opštih uslova privređivanja, finansijske politike preduzeća i drugih. Postoji određena međuzavisnost privredne grane (vrste delatnosti) i vrednosti ovog koeficijenta.

Kapital prema ukupnim obavezama	**31-12-05**	**31-12-06**	**31-12-07**	**31-12-08**	**31-12-09**
1. Kapital	95,207	120,470	182,138	212,386	237,140
2. Dugoročne obaveze	9,055	26,457	12,648	6,789	27,711
3. Kratkoročne obaveze	32,366	36,878	33,354	43,071	38,261
4. Indikator 1 / (2 + 3 + 4)	*2.30*	*1.90*	*3.96*	*4.26*	*3.59*

Neto obrtni kapital je vrednosni pokazatelj pokrivenosti obrtne imovine dugoročnim izvorima. Pozitivna vrednost neto obrtnog fonda govori o tome da dugoročni izvori (trajni kapital i dugoročne obaveze) potpuno pokrivaju stalnu imovinu, i da u visini vrednosti neto obrtnog fonda pokrivaju obrtnu imovinu.

Neto obrtni kapital	**31-12-05**	**31-12-06**	**31-12-07**	**31-12-08**	**31-12-09**
1. Kapital	95,207	120,470	182,138	212,386	237,140
2. Dugoročne obaveze	9,055	26,457	12,648	6,789	27,711
3. Stalna imovina	34,826	35,742	48,680	61,228	66,438
4. Indikator (1 + 2 - 3)	*69,436*	*111,185*	*146,106*	*157,947*	*198,413*

Vrednost neto obrtnog kapitala kreće se uvek u istom pravcu kao i koeficijent pokrića stalne imovine dugoročnim izvorima. Naime, kada je ovaj koeficijent manji od 1, vrednost neto obrtnog fonda je negativna, i obrnuto.

Neto finansijski dug predstavlja zaduženost preduzeća po osnovu finansijskih obaveza (kratkoročni i dugoročni krediti, obaveze po emitovanim kratkoročnim i dugoročnim hartijama od vrednosti, i ostale finansijske obaveze), umanjenih za finansijske plasmane (kratkoročno i dugoročno date kredite i plasmane u hartije od vrednosti) i za raspoloživa novčana sredstva. Ovaj pokazatelj je jedan od

najznačajnijih za potencijalne investitore. Oni, dakle, moraju da znaju kolike su finansijske obaveze preduzeća.

Podaci za predeuzeće iz primera su sledeći:

Neto finansijski dug	31-12-05	31-12-06	31-12-07	31-12-08	31-12-09
1, Kratkoročni krediti	11,565	12,661	11,521	14,710	14,979
2. Obaveze po kratkoročnim hartijama od vrednosti	0	0	0	0	0
3. Ostale kratkoročne finansijske obaveze	0	0	0	0	0
4. Obaveze po dugoročnim kreditima	0	19,931	11,659	6,789	25,476
5. Obaveze po dugoročnim hartijama od vrednosti	9,055	6,526	989	0	2,235
6. Finansijske obaveze (1+2+3+4+5)	**20,620**	**39,118**	**24,169**	**21,499**	**42,690**
7. Kratkoročni finansijski plasmani	214	949	913	314	708
8. Dati dugoročni krediti	124	0	0	316	66
9. Ulaganja u dugoročne hartije od vrednosti	0	0	0	0	0
10. Finansijski plasmani (7+8+9)	338	949	913	630	774
11. Gotovina i gotovinski ekvivalenti	375	20,597	7,991	2,883	20,532
10. Indikator (6 - 10 + 11)	***19,907***	***17,572***	***15,265***	***17,986***	***21,384***

Na osnovu prethodne tabele, može se reći da su finansijske obaveze ovog preduzeća u poslednje tri godine (2007-2009) u porastu.

Slobodan novčani tok (Free Cash Flow) predstavlja iznos novčanih sredstava koji ostaje preduzeću pošto ono plati sve svoje troškove, uključujući i investicije. Negativna vrednost ovog pokazatelja ne mora da znači da se radi o lošem preduzeću, jer na primer, mnoga nova preduzeća ulažu dosta novca u investicije, što umanjuje njihov slobodan novčani tok. Ali, ako preduzeće troši mnogo novca, onda za to treba da postoji dobar razlog i treba da donese zadovoljavajući prinos na to ulaganje. Iako ovaj pokazatelj nije toliko popularan kao su stope dobiti, neki stručnjaci smatraju da je on bolji indikator finansijskog zdravlja preduzeća.

Slobodan novčani tok (Free Cash Flow)	31-12-05	31-12-06	31-12-07	31-12-08	31-12-09
1. Dobit pre kamate i poreza (EBIT)		26,352	68,098	45,045	40,841
2. Porezi i doprinosi iz dobiti		2,942	9,028	4,882	4,828
3. Amortizacija		5,130	4,974	5,940	7,178
4. Bruto novčani tok (1 - 2 + 3)		**28,540**	**64,044**	**46,103**	**43,191**
5. (Povećanje)/Smanjenje		-46,261	-31,397	-21,558	-35,657

obrtne imovine					
6. (Povećanje)/Smanjenje stalne imovine		-916	-12,938	-12,548	-5,210
7. Indikator (4 + 5 + 6)		***-18,637***	***19,710***	***11,997***	***2,324***

Pokazatelj ima negativnu vrednost u 2006. godini, dok od 2007. postaje pozitivan uz opadajući trend.

Ekonomska dodata vrednost - EVA

Merenje performansi preduzeća predstavlja važan deo kontrolne i upravljačke aktivnosti, jer se kroz proces merenja određuje njegova snaga, potencijal i efikasnost. Smisao ovog merenja sastoji se u uticanju na odnose između rezultata reprodukcije (ostvaren fizički obim proizvodnje, vrednost proizvodnje, ukupan prihod i dobit) i ulaganja za ostvarenje tih rezultata (trošenje faktora proizvodnje i angažovanje kapitala) da bi se ostvario što viši kvalitet ekonomije. Odnos izmedu rezultata reprodukcije i ulaganja za njihovo ostvarivanje kvantitativno determiniše ekonomski uspeh kao kvalitet ekonomije. Prema tome, proces merenja performansi omogućava preduzeću da identifikuje ekonomske resurse kojima raspolaže, da sagleda ključne faktore koji utiču na njegove performanse i da iznađe najprobitačniji tok delovanja.

Klasični sistemi utvrđivanja uspešnosti poslovanja preduzeća bili su usredsredeni na finansijska merila dobijena iz računovodstva. Opsednutost finansijskim mernim pokazateljima uticala je na to da se ignorišu ili stavljaju u drugi plan one manje opipljive "nefinansijske" mere, kao što je kvalitet pro izvoda, zadovoljstvo potrošača, vreme obrade narudžbine, fleksibilnost u poslovnim potezima i aktivnostima preduzeća, vreme potrebno za lansiranje novog proizvoda ili akumulacija stručne osposobljenosti kadrova u odredenom vremenskom periodu. Za jednostavno i pouzdano sintetičko merilo ostvarenog ekonomskog uspeha uzima se rentabilnost ili stopa dobiti, što znači da sprovođenje principa ekonomske efikasnosti zahteva istovremeno uticanje i na faktore ostvarivanja dobiti i na faktore dinamike stvarnog angažovanja kapitala.

Kako je ostvarena dobit cilj poslovanja sa stanovišta rezultata reprodukcije, stvarno angažovani kapital mera je smisla ostvarene dobiti. Prema "profitnom konceptu" društvene odgovornosti preduzeća glavna uloga menadžmenta sastoji se u efikasnom obavljanju proizvodnje i/ili pružanju usluga, odnosno maksimiziranju profita vlasnicima preduzeća. Osnovni cilj klasičnog sistema merenja uspešnosti preduzeća bio je rešavanje agencijskog problema kroz kontrolu troškova, te je svoju pažnju usmerio na očuvanje ukupnog kapitala preduzeća nezavisno od toga ko upravlja kapitalom. Uvećanje tržišne vrednosti za akcije, kao glavne manifestacije uvećanja bogatstva za akcionare i vrednosti preduzeća u celini, podudaran je sa zahtevom za maksimiziranje dobitka.

Pored merila kao što su stope prinosa, u analizu uspešnosti preduzeća treba obavezno uključiti i rezidualni dobitak.

EVA – ekonomska dodata (novostvorena) vrednost je jedna specifična vrsta obračuna rezidualnog dobitka. Naime, ona uključuje sve elemente uspešnosti sa aspekta investitora i dugoročnih kreditora. Bitno je koliko efikasno preduzeće upotrebljava svoja sredstva sa aspekta investitora i dugoročnih kreditora, jer mu oni obezbeđuju kapital. Obrazac za izračunavanje merila EVA jeste:

*EVA = NOPAT - WACC * Ukupno angažovani finansijski kapital*

gde je

NOPAT = Neto operativni profit posle oporezivanja,

WACC – Ponderisana prosečna cena angažovanog kapitala (*Weighted Average Cost of capital*).

Ekonomska dodata vrednost (EVA)	**31-12-05**	**31-12-06**	**31-12-07**	**31-12-08**	**31-12-09**
1. Neto operativni profit posle oporezivanja (NOPAT)		23,182	59,057	39,876	35,828
2. Ponderisana prosečna cena angažovanog kapitala (WACC)		5.9%	6.8%	5.1%	7.7%
3. Ukupno angažovani finansijski kapital		137,708	182,948	220,096	256,858
4. Ekonomska dodata vrednost (EVA) (1 - 2 * 3)		**15,020**	**46,665**	**28,611**	**16,113**

Pozitivne vrednosti EVA pokazuju da je menadžment uspeo da stvori novu vrednost, odnosno da poveća vrednost vlasnicima kapitala.

U nastavku će biti prikazano kako se dolazi do vrednosti EVA.

*NOPAT = EBIT * (1 - Efektivna stopa poreza na dobit)*

Način izračunavanja Dobiti pre poreza i kamata (EBIT) prikazan je u okviru poglavlja "Pokazatelji profitabilnosti". Efektivna stopa poreza na dobit se dobija stavljanjem u odnos poreza i doprinosa po osnovu dobiti i dobiti pre oporezivanja. U našem primeru, NOPAT iznosi:

Neto operativni profit posle oporezivanja (NOPAT)	**31-12-05**	**31-12-06**	**31-12-07**	**31-12-08**	**31-12-09**
1. Dobit pre kamate i poreza (EBIT)		26,352	68,098	45,045	40,841
2. Efektivna stopa poreza na dobit		12.0%	13.3%	11.5%	12.3%
3. Neto operativni profit posle oporezivanja (NOPAT)		**23,182**	**59,057**	**39,876**	**35,828**

Izračunavanje ponderisane prosečne cene angažovanog kapitala je malo složenije.

Pod angažovanim kapitalom podrazumeva se ukupan akcijski kapital uvećan za kratkoročne i dugoročne finansijske obaveze. Pre svega ćemo utvrditi prosečno stanje finansijskih obaveza po bilansu:

Prosečno stanje finansijskih obaveza	**31-12-05**	**31-12-06**	**31-12-07**	**31-12-08**	**31-12-09**
1, Kratkoročni krediti		12,113	12,091	13,116	14,845
2. Obaveze po kratkoročnim hartijama od vrednosti		0	0	0	0
3. Ostale kratkoročne finansij. obaveze		0	0	0	0
4. Obaveze po dugoročnim kreditima		9,966	15,795	9,224	16,133
5. Obaveze po dugoročnim hartijama od vrednosti		7,791	3,758	495	1,118
6. Finansijske obaveze (1+2+3+4+5)		**29,869**	**31,644**	**22,834**	**32,095**

Zatim će se izračunati prosečno stanje ukupnog akcijskog kapitala po bilansu:

Prosečno stanje kapitala	**31-12-05**	**31-12-06**	**31-12-07**	**31-12-08**	**31-12-09**
1. Osnovni kapital		50,000	50,000	50,000	50,000
2. Rezerve		0	0	0	0
3. Neraspoređena dobit		39,154	61,061	98,944	138,676
4. Rezultat tekuće godine		18,685	40,244	48,319	36,087
5. Prosečno stanje angažovanog kapitala (1+2+3+4)		**107,839**	**151,304**	**197,262**	**224,763**

Dakle, ukupno angažovani kapital jednak je zbiru svih finansijskih obaveza i ukupnog akcijskog kapitala:

Ukupno angažovani finansijski kapital	**31-12-05**	**31-12-06**	**31-12-07**	**31-12-08**	**31-12-09**
1. Prosečno stanje finansijskih obaveza		29,869	31,644	22,834	32,095
2. Prosečno stanje kapitala		107,839	151,304	197,262	224,763
3. Ukupno angažovani finansijski kapital (1 + 2)		**137,708**	**182,948**	**220,096**	**256,858**

A na osnovu ovih podataka u hiljadama dinara iz bilansa stanja, dobija se struktura angažovanog finansijskog kapitala:

Struktura angažovanog finansijskog kapitala	**31-12-05**	**31-12-06**	**31-12-07**	**31-12-08**	**31-12-09**
1. Učešće finansijskih obaveza		21.7%	17.3%	10.4%	12.5%
2. Učešće kapitala		78.3%	82.7%	89.6%	87.5%

3. Svega		**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**

Zatim se izračunava Ponderisana prosečna kamatna stopa. Svaki kredit i druga finansijska obaveza ima svoju cenu (kamatnu stopu). Ponderisana prosečna kamatna stopa na finansijske obaveze izračunava se tako što se svaki pojedinačni izvor množi se svojom kamatnom stopom.

Ponderisana prosečna kamatna stopa na finansijske obaveze	**31-12-05**	**31-12-06**	**31-12-07**	**31-12-08**	**31-12-09**
1. Na kratkoročne finansijske obaveze		6.6%	7.5%	7.6%	6.7%
2. Na dugoročne finansijske obaveze		6.3%	6.0%	6.1%	5.7%
3. Ponderisana prosečna kamatna stopa		**6.4%**	**6.6%**	**6.9%**	**6.2%**

Posle toga se izračunava ukupna cena finansijskih obaveza (CFO), tako što se iz ponderisane prosečne kamatne stopa (PPKS) usključuje efektivna stopa poreza na dobit (ESPD):

$$CFO = PPKS * (1 - ESPD)$$

Cena finansijskih obaveza	**31-12-05**	**31-12-06**	**31-12-07**	**31-12-08**	**31-12-09**
1. Ponderisana prosečna kamatna stopa		6.4%	6.6%	6.9%	6.2%
2. Efektivna stopa poreza na dobit		12.0%	13.3%	11.5%	12.3%
3. Cena finansijskih obaveza (1 * (1 - 2))		**5.7%**	**5.7%**	**6.1%**	**5.4%**

U sledećem koraku se utvrđuje cena kapitala, kao zbir kamatne stope bez rizika i procentualnu izražene premije za rizik:

Cena kapitala	**31-12-05**	**31-12-06**	**31-12-07**	**31-12-08**	**31-12-09**
1. Kamatna stopa bez rizika		2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
2. % izražena premija za rizik		4.0%	5.0%	3.0%	6.0%
3. Cena kapitala (1 + 2)		**6.0%**	**7.0%**	**5.0%**	**8.0%**

Na ovaj način, konačno dolazimo do WACC, odnosno ponderisane prosečne ce-ne angažovanog kapitala:

*WACC = (Učešće finansijskih obaveza * Cena finansijskih obaveza) +*
*+ (Učešće kapitala * Cena kapitala)*

Ponderisana prosečna cena angažovanog kapitala (WACC)	31-12-05	31-12-06	31-12-07	31-12-08	31-12-09
1. Učešće finansijskih obaveza u angažovanom finansijskom kapitalu		21.7%	17.3%	10.4%	12.5%
2. Cena finansijskih obaveza		5.7%	5.7%	6.1%	5.4%
3. Učešće kapitala u angažovanom finansijskomkapitalu		78.3%	82.7%	89.6%	87.5%
4. Cena kapitala		6.0%	7.0%	5.0%	8.0%
5. Ponderisana prosečna cena angažovanog kapitala (WACC)		**5.9%**	**6.8%**	**5.1%**	**7.7%**

Sada, pošto imamo sve vrednosti potrebne za izračunavanje: NOPAT, WACC i iznos ukupno angažovanog kapitala, može se izračunati EVA:

Ekonomska dodata vrednost (EVA)	31-12-05	31-12-06	31-12-07	31-12-08	31-12-09
1. Neto operativni profit posle oporezivanja (NOPAT)		23,182	59,057	39,876	35,828
2. Ponderisana prosečna cena angažovanog kapitala (WACC)		5.9%	6.8%	5.1%	7.7%
3. Ukupno angažovani finansijski kapital		137,708	182,948	220,096	256,858
4. Ekonomska dodata vrednost (EVA) (1 - 2 * 3)		**15,020**	**46,665**	**28,611**	**16,113**

Prednosti modela Ekonomske Dodate Vrednosti ogledaju se u tome što (1) predstavlja jedinstveno merilo performansi, kako za celo preduzeće, za pojedinačne investicije, tako i za njegove delove (donose se odluke o dezinvestiranju sredstava iz divizija, ukoliko one uništavaju vrednost), (2) ocenjuje performanse preduzeća na isti način kao i tržište kapitala, tj. preko poređenja sa cenom kapitala preduzeća, (3) obezbeđuje praćenje performansi preduzeća za svaku godinu, (4) proširuje korisnost informacija koje daju tradicionalna merila, tako što se ona posmatraju kao pokretači vrednosti, (5) omogućava poboljšanje korporativnog upravljanja, ravnotežu interesa vlasnika i zaposlenih i ocenu performansi menadžera, (6) koristi se od strane sve većeg broja preduzeća, koja koriste pomenuti koncept za donošenje odluka o investiranju i merenju svojih performansi.

Nedostaci modela Ekonomske Dodate Vrednosti sastoje se u tome što (1) je za tačan obračun potreban veliki broj podataka i usklađivanja, (2) se oslanja na arbitraran obračun cene kapitala (definisanje stope bez rizika i stope rizika), (3) ne uzima u obzir efekte inflacije, (4) se fokusira na tekući prinos, te se ne može značajnije koristiti za planiranje i ocenu rentabilnosti novih kapitalnih ulaganja.

Analiza prelomne tačke rentabilnosti

Analiza prelomne tačke rentabilnosti pokazuje koliki prihod treba ostvariti da bi se pokrili ukupni troškovi. Na tzv. prelomnoj tački profit iznosi nula. Povećavanjem ostvarenog prihoda iznad ovog nivoa ulazi se u zonu pozitivnog poslovanja. Smanjivanjem prihoda ispod ove tačke, ulazi se u zonu gubitka.

Na sličan način izračunava se i prelomni obim proizvodnje koji označava koliko jedinica proizvoda je potrebno proizvesti (i prodati) da bi rezultat poslovanja bio jednak nuli. Za potrebe ove analize varijabilnim troškovima smatra se iznos direktnih troškova, a fiksnim iznos Opštih troškova, mada se u metodološkom smislu to ne može uvek učiniti.

Simulaciona analiza prelomne tacke omogućava da se ispita kako na visinu prelomne tacke utiče promena višine prodajne cene, ukupnih fiksnih troškova, ili varijabilnih troškova po jedinici proizvoda.

Kao primer za izračunavanje prelomnog obima proizvodnje i prelomne tačke rentabilnosti koristiće se sledeći podaci:

- Prodajna cena po jedinici proizvoda 100
- Ukupni fiksni troškovi 250,000
- Varijabilni troškovi po jedinici proizvoda 32.50

Prelomni obim proizvodnje izračunava se pomoću sledeće formule:

$$POP = UFT / (PC - VTP)$$

gde je

POP = prelomni obim proizvodnje,

UFT = ukupni fiksni troškovi,

PC = prodajna cena po jedinici proizvoda i

VTP = varijabilni troškovi po jednici proizvoda.

Primenom ove formule dobija se rezultat od 3703.70 jedinica proizvoda, što znači da se pri ovom obimu proizvodnje i datim troškovima, izjednačava prihod od prodaje i troškovi (pod uslovom da su svi proizvodi i prodati).

Kada se prelomni obim proizvodnje pomnoži sa prodajnom cenom, dobija se prelomni prihod od prodaje koji iznosi

$$3{,}703.70 \times 100 = 370{,}370 \text{ dinara}$$

Dakle, pri ostvarenom prihodu od prodaje od 370,370 dinara, profit je jednak nuli. Dalje povećanje prodaje donosi pozitivan finansijski rezultat, a smanjenje - gubitak.

U nastavku sledi tabela sa numeričkim podacima koji prikazuju ovu situaciju:

Obim proizvodnje	Fiksni troskovi	Varijabilni troskovi	Ukupni troskovi	Prihodod prodaje	Profit od prodaje
0	250,000	0	250,000	0	-250,000
370	250,000	12,037	262,037	37,037	-225,000
741	250,000	24,074	274,074	74,074	-200,000
1,111	250,000	36,111	286,111	111,111	-175,000
1,481	250,000	48,148	298,148	148,148	-150,000
1,852	250,000	60,185	310,185	185,185	-125,000
2,222	250,000	72,222	322,222	222,222	-100,000
2,593	250,000	84,259	334,259	259,259	-75,000
2,963	250,000	96,296	346,296	296,296	-50,000
3,333	250,000	108,333	358,333	333,333	-25,000
3,704	250,000	120,370	370,370	370,370	0
4,074	250,000	132,407	382,407	407,407	25,000
4,444	250,000	144,444	394,444	444,444	50,000
4,815	250,000	156,481	406,481	481,481	75,000
5,185	250,000	168,519	418,519	518,519	100,000
5,556	250,000	180,556	430,556	555,556	125,000
5,926	250,000	192,593	442,593	592,593	150,000
6,296	250,000	204,630	454,630	629,630	175,000
6,667	250,000	216,667	466,667	666,667	200,000
7,037	250,000	228,704	478,704	703,704	225,000
7,407	250,000	240,741	490,741	740,741	250,000

Bilans novčanih tokova

Bilans novčanih tokova pokazuje glavne izvore novčanih priliva i uzroke novčanih odliva preduzeća.

Novčani tokovi iz proizvodne (ili osnovne) delatnosti odnose se na novčane transakcije koje nastaju u cilju osvarivanja profita. Postoje dva načina sastavljanja izveštaja o novčanim tokovima iz proizvodne (osnovne) delatnosti:

- (1) direktan i
- (2) indirektan.

Pošto se indirektan metod češće koristi, on je i ovde korišćen, ali, bez obzira koji metod se koristi, na kraju se dobija isti iznos neto novčanih tokova

Novčani prilivi od investicione delatnosti, uglavnom, nastaju prodajom osnovih sredstava, dugoročnih ulaganja i nematerijalne aktive. Novčani odliv, generalno, uključuje isplate u cilju pribavljanja osnovnih sredstava, dugoročnih ulaganja i nematerijalne aktive. Prilikom sastavljanja izveštaja o novčanim tokovima od investicione aktivnosti, prvo se prikazuju novčani prilivi, a zatim odlivi.

Novčani prilivi od finansijske aktivnosti obuhvataju priliv ostvaren emisijom hartija od vrednosti. To znači priliv od emisije vlasničkih hartija (običnih i privilegovanih akcija), dugoročnih hartija (obveznice) i kratkoročnih hartija od vrednosti (komercijalnih i blagajničkih zapisa, sertifikata o depozitu itd). Novčani odlivi za finansijske aktivnosti uključuju isplatu dividendi, kupovinu akcija, isplate koje se odnose na vraćanje dospelih finansijskih obaveza. Prilikom sastavljanja izveštaja o novčanim tokovima od finansijske aktivnosti, prvo se prikazuju novčani prilivi, a zatim odlivi.

Postoje neke investicione i finansijske operacije koje ne uključuju priliv i odliv novca, ali imaju značajan uticaj na buduće novčane tokove. To je, na primer, emisija običnih akcija u zamenu za dugoročni dug.

Ove operacije se ne pojavljuju često, ali, ako se dogode u toku izveštajnog perioda, i ako su njihovi efekti značajni, one se mogu prezentirati u posebnom dodatku bilansu novčanih tokova.

Cash flow na bazi bilansa stanja

Za izradu bilansa novčanih tokova za određeni period potrebni su sledeći podaci:

- (1) bilans stanja sa početnim i krajnjim stanjem,
- (2) bilans uspeha za tekući period.

Na osnovu ovih podataka može se pripremiti rudimentarni bilans novčanih tokova na način kako je prikazano u nastavku.

Za početak, treba se podsetiti jedne od osnovnih računovodstvenih jednačina:

$$Aktiva = Kapital + Obaveze$$

ili, koristeći oznake,

$$A=K+O.$$

Kada se prethodna jednačina zameni sa osnovnim sastavnim delovima aktive i pasive, dobija se sledeće:

$$SI + OI = K + ND + DO + KO.$$

gde je

SI = stalna imovina,

OI = obrtna imovina,

K = kapital,

ND = neraspoređena dobit,

DO = dugoročne obaveze i

KO = kratkoročne obaveze.

Izdvajanjem gotovine i gotovinskih ekvivalenata iz obrtne imovine, dobija se novi oblik jednačine:

$$SI + DOI + G = K + ND + DO + KO$$

gde je

G = gotovina i gotovinski ekvivalenti, a

DOI =s va ostala (druga) obrtna imovina.

Bilans novčanih tokova predstavlja formalno objašnjenje uzroka promena iznosa gotovine i gotovinskih ekvivalenata. Drugim rečima, bilans novčanih tokova ukazuje na izvore povećanja i smanjenja gotovine. Iznos promene pozicija gotovine i gotovinskih ekvivalenata može se prikazati kao

$$dG = G_p - G_k$$

gde je d

G = promena gotovine,

Gp = početno stanje gotovine,

Gk = krajnje stanje gotovine.

Koristeći osnovne algebarske postupke (koristeći oznake "p" za početno stanje i "k" za krajnje stanje), gornja jednačina se može dekomponovati na sledeći način:

$$SI_p + DOI_p + G_p = K_p + ND_p + DO_p + KO_p$$

odnosno

$$SI_k + DOI_k + G_k = K_k + ND_k + DO_k + KO_k$$

Izdvajanjem Gp i Gk sa leve strane znaka jednakosti, dobija se

$$G_p = K_k + ND_k + DO_k + KO_k \ -(SI_k + DOI_k)$$

odnosno

$$G_k = K_k + ND_k + DO_k + KO_k - (SI_k + DOI_k)$$

Umanjivanjem Gp za Gk, dobija se:

$$G_p - G_k = (K_p - K_k) + (ND_p - ND_k) + (DO_p - DO_k) + (KO_p - KO_k) - \\ - (SI_p - SI_k) - (DOI_p - DOI_k)$$

Na ovaj način dolazi se do formalizovanog prikaza promena svih pozicija bilansa stanja, i sada se može definisati procedura za kreiranje bilansa novčanih tokova:

Prvo treba izračunati promenu svih pozicija bilansa stanja, oduzimanjem početnog od krajnjeg stanja svakog računa.

Drugi korak je identifikovanje ukupne promene vrednosti pozicije gotovine i gotovinskih ekvivalenata.

Treći korak je razvrstavanje svih bilansnih pozicija prema sadržini u tri grupe aktivnosti preduzeća: osnovna delatnost, finansijske aktivnosti i investicione aktivnosti. Kao opšte pravilo, mogu se koristiti sledeći kriterijumi:

- u osnovnu delatnost svrstavaju se promene svih pozicija druge obrtne imovine, tekućih (kratkoročnih) obaveza i neraspoređena dobit
- pod finansijskim aktivnostima podrazumevaju se pozicije dugoročnih obaveza i kapitala (uključujući i rezerve)
- u investicionu aktivnost spadaju promene vrednosti pozicija stalne imovine

Četvrti korak je kreiranje bilansa novčanih tokova na bazi podataka grupisanih u određene aktivnosti.

Na osnovu podataka realnog bilansa stanja, korišćenih u svim drugim primerima, izračunati su podaci u narednoj tabeli koja prikazuje promenu vrednosti pozicija bilansa. Podaci su u hiljadama dinara.

P O Z I C I J A	——— _	**2006-2005**	**2007-2006**	**2008-2007**	**2009-2008**
Nematerijalna ulaganja		-17	63	-16	-18
Materijalna ulaganja		583	13,007	11,388	5,517
Dugoročni finansijski plasmani		350	-132	1,176	-289
Svega stalna imovina		**916**	**12,938**	**12,548**	**5,210**
Zalihe		8,683	17,645	15,183	17,456
Potraživanja po osnovu prodaje		12,564	18,648	12,236	-1,108
Kratkoročni finans. plasmani		735	-36	-599	394

Ostala potraživanja		547	129	0	-676
Aktivna vremenska razgraničenja		3,510	7,617	-154	1,942
Gotovina i gotovinski ekvivalenti		20,222	-12,606	-5,108	17,649
Svega obrtna imovina		**46,261**	**31,397**	**21,558**	**35,657**
Ukupno aktiva		**47,177**	**44,335**	**34,106**	**40,867**
Osnovni kapital		0	0	0	0
Rezerve		0	0	0	0
Neraspoređena dobit		19,603	24,211	51,555	27,910
Rezultat tekuće godine		5,660	37,457	-21,307	-3,156
Svega kapital		**25,263**	**61,668**	**30,248**	**24,754**
Dugoročni krediti		19,931	-8,272	-4,870	18,687
Ostale dugoročne obaveze		-2,529	-5,537	-989	2,235
Dugoročna rezervisanja		0	0	0	0
Svega dugoročne obaveze		**17,402**	**-13,809**	**-5,859**	**20,922**
Obaveze prema dobavljačima		1,568	-44	6,970	-5,413
Kratkoročne finansijske obaveze		1,096	-1,140	3,189	269
Ostale kratkoročne obaveze		1,848	-2,340	-442	334
Pasivna vremenska razgraničenja		0	0	0	0
Svega kratkoročne obaveze		**4,512**	**-3,524**	**9,717**	**-4,810**
Ukupno pasiva		**47,177**	**44,335**	**34,106**	**40,866**

U nastavku je prikazan Bilans novčanih tokova sa podacima iz prethodne tabele pregrupisanim po vrsti aktivnosti.

P O Z I C I J A	———	**31-12-06**	**31-12-07**	**31-12-08**	**31-12-09**
Rezultat tekuće godine		5,660	37,457	-21,307	-3,156
Zalihe		-8,683	-17,645	-15,183	-17,456
Potraživanja po osnovu prodaje		-12,564	-18,648	-12,236	1,108
Kratkoročni finansijski plasmani		-735	36	599	-394
Ostala potraživanja		-547	-129	0	676
Aktivna vremenska razgraničenja		-3,510	-7,617	154	-1,942
Obaveze prema dobavljačima		1,568	-44	6,970	-5,413

Ostale kratkoročne obaveze		1,848	-2,340	-442	334
Pasivna Vremenska Razgraničenja		0	0	0	0
Neto novčani tok iz poslovnih aktivnosti		**-16,963**	**-8,930**	**-41,445**	**-26,243**

Cash flow iz poslovnih aktivnosti izračunat je na sledeći način:

$$CFPA = ND + KO - DOI$$

s tim što se pod DOI (drugom obrtnom imovovinom) smatraju konkretne pozicije: zalihe, kratkoročna potraživanja i plasmani, i kratkoročni finansijski plasmani. Ako se druga obrtna imovina rastavi na pomenute tri komponente, prethodna jednačina ima sledeći oblik:

$$CFPA = ND + KO – Z – KPP - KFP$$

gde je

Z = zalihe,

KPP = kratkoročna potraživanja i plasmani, a

KFP = kratkoročni finansijski plasmani.

Na osnovu podataka iz prethodne tabele, CFPA za 2009. je negativan i iznosi -26.243 hiljade dinara

Pozitivan i negativan predznak ispred odrađenih elemenata u prethodnim fomulama, imaju sledeće značenje. Pozitivan predznak ispred ND (neraspoređene dobiti) i KO (kratkoročnih obaveza) znači da povećanje vrednosti ove dve kategorije dovodi do istosmerne promene u novčanim sredstvima. S druge strane, negativan predznak ispred Z (zaliha), KPP (kratkoročnih potraživanja i plasmana) i KFP (kratkoročnih finansijskih plasmana) označava da uvećanje ovih elemenata povlači za sobom smanjenje novčanih sredstava.

P O Z I C I J A	———	**31-12-06**	**31-12-07**	**31-12-08**	**31-12-09**
Nematerijalna ulaganja		17	-63	16	18
Materijalna ulaganja		-583	-13,007	-11,388	-5,517
Dugoročni finansijski plasmani		-350	132	-1,176	289
Kratkoročne finansijske obaveze		1,096	-1,140	3,189	269
Neto novčani tok iz aktivnosti finansiranja		**180**	**-14,078**	**-9,359**	**-4,941**

Cash flow iz finansijskih aktivnosti izračunat je po sledećoj formuli:

$$CFFA=DO+K$$

s tim što je kapital (K) dekomponovan na osnovni kapital (OK), emisionu premiju (EP), revalorizacione rezerve (RR) i rezerve iz dobitka (RD) koje uključuju zakonske i druge rezerve. Na ovaj način, dolazi se do razvijenog oblika prethodne jednačine:

$$CFFA=DO+OK+EP+RR+RD$$

Tako, CFFA za 2009. godinu iznosi -4.941 hiljadu dinara.

Povećanje vrednosti dugoročnih obaveza i kapitala znači povećavanje raspoloživih sredstava.

P O Z I C I J A	**——_**	**31-12-06**	**31-12-07**	**31-12-08**	**31-12-09**
Osnovni kapital		0	0	0	0
Rezerve		0	0	0	0
Neraspoređena dobit		19,603	24,211	51,555	27,910
Dugoročni krediti		19,931	-8,272	-4,870	18,687
Ostale dugoročne obaveze		-2,529	-5,537	-989	2,235
Dugoročna rezervisanja		0	0	0	0
Neto novčani tok iz aktivnosti investiranja		**37,005**	**10,402**	**45,696**	**48,832**

Dekomponovanjem promena vrednosti stalne imovine, cash flow iz investicionih aktivnosti izračunat je po sledećoj formuli:

$$CFIA=-NU-OS-DFP$$

gde je

NU = nematerijalna ulaganja,

OS = osnovna sredstva (po sadašnjoj vrednosti), a

DFP = dugoročni finansijski plasmani.

Numerički prikazan CFIA za 2009. godinu iznosi 48.832 hiljade dinara.

Negativan predznak ispred oznaka, tumači se tako što smanjenje vrednosti elemenata stalne imovine, znači "oslobađanje" novčanih sredstava, i obrnuto, povećanje vrednosti ovih pozicija znači dodatno angažovanje novčanih sredstava.

Na prikazani način dolazi se do elemenata za izračunavanje neto novčanog toka (ili neto cash flow-a) za svaki period:

$$NCF = CFPA + CFFA + CFIA$$

odnosno

$$NCF = -26.243 - 4.941 + 48.832 = 17.648$$

U narednoj tabeli sumarno su prikazani rezultati promene stanja gotovine i gotovinskih ekvivalenata.

P O Z I C I J A	**——**	**31-12-06**	**31-12-07**	**31-12-08**	**31-12-09**
Gotovina i gotovinski ekvivalenti na početku perioda		375	20,597	7,991	2,883
Neto novčani tok iz poslovnih aktivnosti		**-16,963**	**-8,930**	**-41,445**	**-26,243**
Neto novčani tok iz aktivnosti investiranja		**37,005**	**10,402**	**45,696**	**48,832**
Neto novčani tok iz aktivnosti finansiranja		**180**	**-14,078**	**-9,359**	**-4,941**
Ukupan neto novčani tok		**20,222**	**-12,606**	**-5,108**	**17,648**
Gotovina i gotovinski ekvivalenti na kraju perioda		**20,597**	**7,991**	**2,883**	**20,531**

Važno je napomenuti da pozitivan ili negativan novčani tok, ostvaren iz različitih aktivnosti preduzeća, ne znači da ta delatnost preduzeća donosi pozitivne ili negativne rezultate. Ove promene označavaju samo pravce prelivanja novčanih sredstava između pojedinih bilansnih pozicija, razvrstanih na određeni način.