

АУТОР: ДРАЖЕНКО ЛУКАЧ

ПРОЦЕНА STATUS QUO ВРЕДНОСТИ КАПИТАЛА: ТЕЛЕКОМ СРБИЈА А.Д БЕОГРАД

Вредност циљног предузећа са постојећом инвестиционом и финансијском политиком, и политиком дивиденде. Вредност која не узима у обзир евентуалне вредности контроле и синергије.

Извори података

Ревидирани финансијски извештаји предузећа предмета процене Телеком Србија а.д Београд

Ревидирани финансијски извештаји упоредивих предузећа: Теленор д.о.о Београд и Хрватски Телеком д.д

Duff & Phelps Risk Premium Report 2013

S&P,

Capital IQ,

www.damodaran.com

Ibboston SBBI 2013, Classic Yearbook Market Results for Stocks, Bonds, Bills and Inflation, 1926 – 2013 (Chicago: Morningstar 2014)

www.nbs.rs

Morningstar

Bloomberg

Методологија процене вредности капитала

Приликом процене вредности капитала предузећа потребно је узети у обзир многе факторе. Неки од најважнијих фактора су приказани у наставку:

- Права, користи или услове који прате власнички интерес.
- Природа и историјат предузећа.
- Економски фактори који могу имати ефекат на привредну грану у којој предузеће предмет процене послује.
- Имовину, обавезе, капитал, као и општи финансијски положај предузећа.
- Способност предузећа да генерише добит.
- Политику дивиденди.
- Да ли предузеће има нематеријалну имовину?
- Вредност удела у зависним и придруженим предузећима.

У процесу процене вредности капитала се креће од оцене бонитета и анализе ризика од банкротства помоћу анализе финансијских извештаја. У склопу анализе финансијских извештаја се ради анализа квалитета финансијских извештаја предузећа предмета процене. Циљ ових анализа је испитивање претпоставке о неограниченом пословању. Поред тога резултати анализе финансијских извештаја предузећа служе за утврђивање очекиваних стопа раста, оцени ризика, као и за поређење са упоредивим предузећима приликом одређивања тржишног распона вредности капитала техникама релативног вредновања.

Два алтернативна прилаза се се обично употребљавају у процени вредности капитала предузећа: *фундаментално вредновање и релативно вредновање – тржишни прилаз*. Фундаментално вредновање се заснива на дисконтовању очекиваних вредности фундамената, нпр слободних новчаних токова, дивиденди или резидуалних добитака, док релативно вредновање специфицира вредност предузећа као производ изабраних фундамената и просечне вредности тржишног показатеља који укључује изабрани фундамент. У процени Телекома Србија у оквиру фундаменталног вредновања је коришћен метод дисконтовања слободних новчаних токова који припадају власнику, и метод резидуалног добитка где је резидуални добитак мерен на ниво нето добитка. У тржишном прилазу је коришћен рацио П/Б који представља однос између тржишне вредности предузећа и књиговодствене вредности предузећа, и рацио П/Скоји представља однос тржишне вредности предузећа и прихода од продаје.

Дисконтовање новчаних токова

Метод дисконтовања новчаних токова узима у обзир:

1. Будуће приливе које власник имовине очекује да оствари у будућности;
2. Време остваривања тих прилива, и
3. Ризик који преузима власник имовине приликом остваривања будућних прилива од те имовине.

Метод дисконтовања новчаних токова се заснива на претпоставци да је вредност предузећа садашња вредност будућних нето прилива које ће остварити власник предузећа.

Метод дисконтовања новчаних токова захтева анализу следећих ставки: прихода, расхода, инвестиционих улагања, структуре пасиве, терминалне / резидуалне вредности и дисконтне стопе.

Анализа резидуалне / терминалне вредности захтева одређивање вредности предузећа након пројектованог периода. Резидуална вредност може бити одређена на више начина укључујући метод множиоца / релативно вредновање и формуле за ануитете.

Анализа дисконтне стопе се заснива на стопи повраћаја коју би инвеститор захтевао данас да би се дисконтовали очекивани будући новчани токови на садашњу вредност, а на основу ризика инвестирања у одређено предузеће.

Дисконтна стопа мора бити конзистентна са токовима готовине на које ће се применити. У случају прилива готовине од сопственог капитала, примењује се дисконтна стопа која представља цену сопственог капитала, док се прилив готовине од инвестираног капитала дисконтује помоћу просечне пондерисане цене капитала. У случају Телекома примењена је цена сопственог капитала на приливе готовине од сопственог капитала / слободне новчане токове који припадају власницима.

Резидуална вредност предузећа се капитализује са ценом капитала умањеном за стопу дугорочног раста.

Након утврђивања дисконтне стопе, сви будући готовински приливи и резидуална вредност се дисконтује да би се утврдила њихова садашња вредност. Сума тих тренутних вредности представља садашњу вредност капитала.

Резидуални добитак или економски профит је нето добитак предузећа умањен за трошак капитала који представља цену опорутинентног трошка власника капитала, његову цену

капитала. Разлог за примену овог модела је што признаје цену сопственог капитала у мерењу добити, што није случај са традиционалним рачуноводством које у мерењу добити кроз трошак камате признаје само цену дуга. Концепт резидуалног добитка је у складу са основним постулатом да предузеће ствара додатну вредност само онда када остварује већи принос на инвестирани капитал него што је цена тог капитала. У случају када предузеће остварује већи принос на капитал од цене капитала, његова вредност је већа од књиговодствене вредности.

Приликом примене методе резидуалног добитка, он је рачунат на следећи начин:

Трошак сопственог капитала = Сопствени капитал x Цена сопственог капитала

Резидуални добитак = Нето добитак – Трошак сопственог капитала

Метод резидуалног добитка раздваја стварну вредност предузећа на два елемента:

1. Текућу књиговодствену вредност, и
2. Садашњу вредност очекиваних будућих резидуалних добитака.

Као и приликом примене методе дисконтовања новчаних токова и у овом моделу је потребно извршити анализу дисконтне стопе и терминалне вредности.

Релативно вредновање је типично имплементирано са тржишним ратио бројевима који се множе са фундаментима предузећа. Тржишни ратио бројеви који се користе у релативном вредновању су најчешће просечне величине ових показатеља. Просеци се рачунају из узорка компарабилних предузећа. Компарабилност се везује за предузећа из исте привредне гране, величине, левериџа, итд. Просечни множиоци- тржишни ратио бројеви се обрачунавају помоћу аритметичке средине, медијане или хармонијске средине, и често рефлектују и дискрециона прилагођавања која узимају у обзир разлике између предузећа у релевантним покретачима вредности, као што су раст, ризик, ратио исплате дивиденди, квалитет добитка, итд.

Инвеститори често користе тржишни прилаз као проверу. Они су заинтересовани да утврди да ли се добијене вредности помоћу модела који се заснивају на дисконтовању очекиваних користи налазе у оквиру тржишног распона вредности сличних предузећа.

АНАЛИЗА ФИНАНСИЈСКИХ ИЗВЕШТАЈА – ОЦЕНА БОНИТЕТА

Анализа ризика банкротства

Табела: Синтетички модели оцене ризика од банкротства

Анализа ризика банкротства	2010	2011	2012	2013	2014	Теленор	Хрватски Телеком	Црна зона
Altman z"-score	6,37	7,53	4,68	4,97	5,20	11,19	10,56	≤4,35
Altman z-score	2,33	3,10	1,36	1,64	1,61	4,97	3,88	≤1,81
Springate score	0,63	0,71	0,45	0,54	0,51	2,52	1,15	≤0,862

Да би се утврдила реалност претпоставке о неограниченом пословању предузећа предмета процене коришћена су три синтетичка модела за предвиђање банкротства. Поред класичног Altman z-score модела коришћен је и Алтман з" score који је примењиви за предузећа која послују на тржиштима у настајању и при томе нису котирана на берзи, и који је подесан не само за произвођачка предузећа, већ и за предузећа која пружају услуге. Према овом моделу

анализе ризика банкротства Телеком Србија је у целом посматраном периоду изван зоне банкрота. Као провера за Алтман з" score је коришћен један ригорознији модел предвиђања банкротства Springate score који се обично користи за анализу ризика од банкротства за предузећа са развијених тржишта. Недостатак синтетички модела за предвиђање банкротства је што не узимају у обзир величину предузећа, и не користе показатеље засноване на наовчаним токовима. Поред тога ови модели су немоћни у откривању манипулација у финансијским извештајима.

КОМЕНТАР ИНТЕРАКТИВНИ:

Вертикална анализа биланса успеха

Табела: Вертикална анализа Телеком Србија вс. Теленор Београд

Позиција у 000 рсд, у %	Телеком Србија		Теленор Београд	
	Износ	%	Износ	%
Пословни приходи	116.681.997	100%	44.887.381	100%
Набавна вредност продате робе	28.636	0,02%	7.030.065	15,66%
Трошкови материјала	10.125.436	8,68%	576.549	1,28%
Трошкови зарада, накнада зарада и остали лични расходи	19.871.508	17,03%	3.237.279	7,21%
Трошкови амортизације и резервисања	25.378.409	21,75%	3.810.846	8,49%
Остали пословни расходи	39.552.282	33,90%	17.067.101	38,02%
Пословни добитак	21.725.726	18,62%	13.165.541	29,33%
Финансијски приходи	2.438.442	2,09%	739.679	1,65%
Финансијски расходи	4.380.553	3,83%	241.963	0,54%
Остали приходи	2.795.699	2,40%	634.441	1,41%
Остали расходи	4.380.553	3,75%	1.218.603	2,71%
Порез на добитак	2.407.897	2,06%	1.400.289	3,12%
Нето добитак	15.699.627	13,46%	11.115.759	24,76%

Из претходне табеле можемо да видимо да Теленор има знатно веће стопе пословног добитка и нето добитка од Телеком Србија. Разлог за ово је пре свега у мањем учешћу трошкова зарада у пословним приходима 7,21%, наспрам 17,03%. Због своје власничке структуре Телеком Србија је годинама био под утицајем политичких и социјалних фактора који су водили у нерационално запошљавање. Вишак радне снаге и његов утицај на стопу пословног добитка је овде више него очит.

Значајна разлика постоји и у трошковима амортизације. Код Теленора је њихово учешће у односу на пословне приходе 8,49%, док то учешће код Телекома Србије износи 21,75%. Увидом у напомене ова два предузећа можемо видети да они имају сличне стопе амортизације за нематеријалну имовину. Разлика овде лежи у нужним трошковима амортизације које Телеком Србија има због фиксне телефоније, али сигурни смо да и овде има нерационалности која се испољава кроз трошкове амортизације некретнина непотребних за ефикасно пословање.

Из претходне табеле можемо да видимо да Теленор има знатно веће учешће набавне вредности продате робе у односу на Телеком Србија, 15,66% наспрам 0,02%. Ово је последица пословне политике по којој се Теленор у стратегији ширења тржишта служи продајом пакета за своје услуге, на тај начин што су у пакетима укључени и мобилни уређаји. Из овог показатеља се може извући закључак о будућем расту пословања Теленора, пре него о нерационалности приликом набавки мобилних уређаја који се потом препродају уз одговарајуће пакете услуга.

Телеком Србија има знатно веће трошкове материјал што је последица његовог пословања у фиксној телефонији. На крају ове кратке анализе размотримо још једну позицију која посебно у нашим условима приликом депресијације домаће валуте може да има значајан утицај на стопу нето добитка: *финансијске расходе*. Телеком Србија има веће учешће финансијских расхода мерено односом према пословним приходима, него што је то случај код Теленора, 3,83% наспирам 0,54%. Ово је последица његове веће задужености у иностраној валути и лошије финансијске структуре у односу на Теленор. Актива Теленора је покривена са 78,17% сопственим капиталом, док је код Телекома Србија та покривеност 59,76%. Остатак покриће је обезбеђен позајмљеним капиталом, и ако изузмемо спонтане изворе финансирања као што су добављачи остатак су каматоносне обавезе које за последицу имају финансијске расходе (трошкове камата и негативне курсне разлике).

Анализа ликвидности

Табела : Рациа ликвидности

Назив рациа	ОН	2010	2011	2012	2013	2014	Теленор	Хрватски Телеком
Рацио текуће ликвидности	2	0,73	0,68	0,80	0,62	0,81	1,53	2,98
Рацио редуковане ликвидности	1	0,59	0,57	0,69	0,49	0,70	1,24	2,92
Рацио ликвидности на бази ННТ из пословања	0,4		0,75	0,62	0,73	0,64	1,46	1,23

Ликвидност представља способност измиривања обавеза у тренутку њиховог доспећа. Поред тога ликвидност је и способност предузећа да реагује на претње и могућности које долазе из окружење што може имати позитиван утицај на његова будућа добитна остварења, и имплиците на његову вредност.

КОМЕНТАР ИНТЕРАКТИВНИ:

Анализа солвентности

Табела: Рациа солвентности

Солвентност предузећа представља способност предузећа да у року и према раније уговореној динамици измирује трошкове камата и врши отплате дугорочних обавеза. Солвентност предузећа зависи од вредности и структуре имовине којом располаже предузеће, вредности и структуре извора финансирања или укупног капитала и профитабилности предузећа.

Назив рациа	ОН	2010	2011	2012	2013	2014	Теленор	Хрватски Телеком
Рацио задужености	1	0,43	0,30	0,87	0,67	0,70	0,28	0,23
Рацио покрића камате зарадом	5 до 7	9,93	12,13	7,28	5,82	9,19	6.582.771	24,46
Рацио покрића обавеза ННТ из пословања	0,2		0,79	0,48	0,43	0,42	1,36	0,97

КОМЕНТАР ИНТЕРАКТИВНИ:

Табела: Анализа нето обртног капитала

Позиција, ратио, у 000 рсд, %, у мил куна	2011	2012	2013	2014	Теленор	Хрватски Телеком
1. Капитал	161.222.605	136.553.429	143.093.095	154.172.477	32.917.643	11.235
2. Стална имовина	209.797.201	203.568.878	197.128.364	199.620.127	29.510.383	8.200
3. Сопствени НОК (1-2)	-48.574.596	-67.015.449	-54.035.269	-45.447.650	3.407.260	3.035
4. Дугорочна резервисања и обавезе	25.597.542	55.136.979	30.551.292	35.617.710	409.504	711
5. Нето обртни капитал(3+4)	-22.977.054	-11.878.470	-23.483.977	-9.829.940	3.816.764	3.746
6. Залихе	7.254.153	6.777.183	8.462.961	7.901.882	2.360.716	115
7. Вишак (недостатак) НОК у односу на залихе (5-6)	-30.231.207	-18.655.653	-31.946.938	-17.731.822	1.456.048	3.631
8. Обртна имовина	47.347.900	49.256.480	39.729.024	57.361.081	12.601.975	564
Назив ратио	2011	2012	2013	2014	Теленор	Хрватски Телеком
Ратио покрића залиха НОК-ом	-3,17	-1,75	-2,77	-1,24	1,62	32,57
Ратио покрића обртне имовине НОК-ом	-0,49	-0,24	-0,59	-0,17	0,30	6,65

КОМЕНТАР ИНТЕРАКТИВНИ:DuPont анализа профитабилности

Табела: Анализа профитабилности – Четворокомпонентна DuPont формула

у 000 рсд, %, коефицијентима, у мил куна	2010	2011	2012	2013	2014	Теленор	Хрватски Телеком
Укупна актива	221.227.459	209.797.201	255.525.154	239.431.999	261.967.899	42.838.324	13.328
Капитал	154.209.554	161.222.605	136.553.429	143.093.095	154.172.477	31.493.408	10.968
Пословни приходи	114.096.820	119.422.935	116.590.797	118.226.541	118.226.541	44.887.381	6.908
Добитак пре опорезивања	24.717.516	12.127.288	18.112.233	17.537.600	17.537.600	13.079.095	1.185
Финансијски расходи	3.763.795	13.040.194	4.467.081	5.745.066	5.745.066	241.963	88
ЕБИТ	25.178.158	15.220.615	20.290.868	18.476.678	18.476.678	12.928.180	1.173
Нето добитак	23.229.006	12.285.600	15.699.672	17.804.399	17.804.399	11.155.759	1.138
Еквити мултипликатор		1,37	1,56	1,77	1,69	1,36	1,22
Коефицијент обрта имовине		0,53	0,51	0,47	0,47	1,05	0,52
ЕБИТ маржа		22,07%	12,75%	17,40%	15,63%	28,80%	16,98%
Терет дуга и пореза		0,92	0,81	0,77	0,96	0,86	0,97
ROE		14,73%	8,25%	11,23%	11,98%	35,42%	10,38%
Leverage		1,26	1,26	1,37	1,63	1,17	1,18
ROA		11,68%	6,54%	8,20%	7,37%	30,18%	8,80%

DuPont систем анализе профитабилности је најсвеобухватнији систем анализе профитабилности јер разлаже профитабилност предузећа на компоненте и на тај начин показује на који начин предузеће остварује принос на власнички капитала. У анализи профитабилности Телеком Србија је коришћена четворокомпонентни DuPont систем анализе профитабилности који профитабилност разлаже на четири компоненте:

1. Еквити мултипликатор који представља однос просечне aktive и просечног сопственог капитала. Овај показатељ представља степен задужености и мери утицај левериџа на профитабилност. Ако је левериџ позитиван већи еквити мултипликатор има позитивно дејство на профитабилност предузећа, и обрнуто ако је левериџ негативан повећање еквити мултипликатора води у смањење профитабилности предузећа, изражене као принос на власнички капитал.
2. Коефицијент обрта имовине је однос прихода и укупне имовине, и он показује ефикасност са којом предузеће управља са својом имовином. Што је овај показатељ већи и профитабилност предузећа је већа.
3. Стопа пословног добитка која мери ефикасност предузећа у управљању трошковима, као и његову ценовну моћ. Овај показатељ је мера остварења добитака из суштинског пословања, и он представља однос између пословног добитка и прихода од продаје.
4. Терет дуга, пореза и осталих расхода мери притисак који на нето добитак имају финансијски расходи, расходи пореза и остали расходи.

КОМЕНТАР ИНТЕРАКТИВНИ:

Табела: Анализа профитабилности – Трокомпонентна DuPont формула

Трокомпонентна DuPont формула	2011	2012	2013	2014 Теленор	Хрватски Телеком	
ROE	14,73%	8,25%	11,23%	11,98%	35,42%	10,38%
Стопа нето добитка	20,36%	10,29%	13,47%	15,06%	24,85%	16,47%
Коефицијент обрта имовине	0,53	0,51	0,47	0,47	1,05	0,52
Еквити мултипликатор	1,37	1,56	1,77	1,69	1,36	1,22

КОМЕНТАР ИНТЕРАКТИВНИ:

Табела: Анализа новчаних
токова

у 000 рсд, %, данима, у мил куна	2010	2011	2012	2013	2014	Теленор	Хрватски Телеком
Пословни приходи	112.848.038	114.096.820	119.422.935	116.590.797	118.226.541	44.887.381	6.908
Залихе	7.468.702	7.254.153	6.777.183	8.462.961	7.901.882	2.233.682	115
Потраживања по основу продаје	15.069.928	15.245.397	15.279.110	14.983.979	16.037.198	5.259.992	1.246
Обавезе из пословања	7.196.213	8.099.790	8.092.080	11.548.731	11.090.041	2.600.194	1.643
Трошкови амортизације	24.601.244	25.511.562	25.765.693	25.095.797	25.434.546	3.810.846	1.378
Пословни добитак	26.573.117	24.549.244	25.852.763	21.725.726	21.503.029	13.165.541	1.223
Пословни добитак пре амортизације	51.174.361	50.060.806	51.618.456	46.821.523	46.937.575	16.976.387	2.601
Нето новчани ток из пословних активности	40.457.061	45.812.253	40.527.475	45.797.676	43.012.199	15.422.297	2.287
Капитални издаци	20.047.772	14.616.823	15.363.246	19.332.351	19.925.150	3.304.569	939
Слободни новчани токови	20.409.289	31.195.430	25.164.229	26.465.325	23.087.049	12.117.728	1.348
Стопа пословног добитка пре амортизације	45,35%	43,88%	43,22%	40,16%	39,70%	37,82%	37,65%
Готовински циклус		7,37	6,69	-1,00	-8,84	11,23	-53,27
Капитални издаци/ пословни приходи	17,77%	12,81%	12,86%	16,58%	16,85%	7,36%	13,59%
Маржа слободних новчаних токова	18,09%	27,34%	21,07%	22,70%	19,53%	27,00%	19,51%
Период кредитирања купаца		48,49	46,65	47,37	47,89	21,39	32,90
Период везивања залиха		23,55	21,44	23,86	25,26	9,08	3,04
Обрт добављача у данима		64,67	61,40	72,22	81,98	19,23	89,21
Набавна вредност продате робе	311.962	226.201	394.644	28.636	185.861	7.030.065	1.947
Трошкови материјала и енергије	7.013.346	7.895.923	8.715.552	10.125.436	10.914.277	576.549	0
Трошкови производних услуга и нематеријални трошкови	35.688.804	35.045.788	39.016.439	39.476.068	39.294.760	17.067.101	1.413

КОМЕНТАР ИНТЕРАКТИВНИ:

Табела: Рацио бројеви засновани на новчаним токовима

Назив рациа	2010	2011	2012	2013	2014	Теленор	Хрватски Телеком
Квалитет добитка	1,52	1,87	1,57	2,11	2,00	1,17	1,87
Покриће капиталних издатака	2,02	3,13	2,64	2,37	2,16	4,67	2,44

Рацио квалитет добитка је рачунат као однос нето новчаног тока из пословних активности и пословног добитка.. Процена квалитета добитка отвара неколико веома значајних проблема. Прво, значајније заостајање пословног добитка, алтернативно пословног добитка пре амортизације, упућује на значајнију асинхронизацију токова прихода и расхода од токова прилива и одлива новца и на повећани ризик заснивања инвестиционих одлука само на процени токова рентабилитета базираних на приходима и расходима. Друго, значајнија одступања пословног добитка од новчаног тока у оба правца могу открити ефекте примене изабраних рачуноводствених политика које могу водити потцењивању резултата и стварању скривених губитака. Треће, оштрије осцилације и кретању овог показатеља упозоравају на

могуће манипулације у процесу исказивања добитка, што би захтевало даља истраживања у правцу анализе промена у коришћеним рачуноводственим политикама, анализе изненадних скокова у резултату и анализе бржих промена у добитку у односу на кретање продаје.

КОМЕНТАР ИНТЕРАКТИВНИ:

Анализа квалитета добитка

Табела: Акруал рациа

Позиција, рацио, У 000 РСД, у %	2010	2011	2012	2013	2014
Укупна актива	221.227.459	209.797.201	255.525.154	239.431.999	261.967.899
Готовински еквиваленти и готовина	9.785.260	17.941.876	15.878.596	8.333.961	21.502.818
Укупне обавезе	67.017.905	48.574.596	118.971.725	96.338.904	107.795.422
Укупне каматоносне обавезе	49.446.783	23.367.961	52.676.630	28.127.343	33.173.612
Нето пословна имовина	193.871.077	166.648.690	173.351.463	162.886.477	165.843.271
Агрегатни акруал заснован на билансу стања		-27.222.387	6.702.773	-10.464.986	2.956.794
Акруал рацио заснован на билансу стања		-15,10%	3,94%	-6,22%	1,80%
Нето добитак	16.985.194	23.229.006	12.285.600	15.699.672	17.804.399
Нето новчани ток из пословних активности	40.457.061	45.812.253	40.527.475	45.797.676	43.012.199
Нето новчани ток из инвестиционих активности	-19.028.777	-13.988.162	-15.239.038	-17.725.359	-19.197.994
Агрегатни акруал заснован на новчаним токовима	-4.443.090	-8.595.085	-13.002.837	-12.372.645	-6.009.806
Акруал рацио заснован на новчаним токовима		-4,77%	-7,65%	-7,36%	-3,66%

КОМЕНТАР ИНТЕРАКТИВНИ:

Табела: Квалитет прихода и квалитет добитка

Позиција, рацио, У 000 РСД, у %,	2010	2011	2012	2013	2014
Пословни приходи	112.848.038	114.096.820	119.422.935	116.590.797	118.226.541
Потраживања по основу продаје	15.069.928	15.245.397	15.279.110	14.983.979	16.037.198
Примљени аванси	257.369	167.431	139.540	136.620	211.925
Новчани приливи од продаје		113.831.413	119.361.331	116.883.008	117.248.627
Квалитет прихода		1,00	1,00	1,00	0,99
Квалитет добитка	2,38	1,97	3,30	2,92	2,42
% повећање/смањење прихода		1,11%	4,67%	-2,37%	1,40%
% повећање/смањење потраживања		1,16%	0,22%	-1,93%	7,03%
Период кредитирања купаца у данима	48,74	48,77	46,70	46,91	49,51

Квалитет финансијског извештавања се односи на тачност са којом финансијски извештаји предузећа рефлектују његове пословне перформансе и њихову корисност за предвиђање будућих новчаних токова. Једноставне мере које обухватају агрегатну дискрецију у исказаном добитку су веома ефективан начин да се мери квалитет финансијског извештавања и имплиците квалитет добитка. Предузећа која имају више (мање) дискреције су квалификована да имају слабији (снажнији) квалитет финансијског извештавања. Ово одвајање је посебно

корисно у идентификовању предузећа која имају слабију (снажнију) способност генерисања будућих новчаних токова.

Дискреција је нужан део финансијског извештавања. Чине се бројне процене што отвара простор за ненамерне грешке као и за стратегијске манипулације у финансијским извештајима. Алгебарски добитна остварења се састоје од новчане компоненте и акруалне (обрачунске) компоненте. Када се добитак већином односи на акруалну компоненту будућа рачуноводствена стопа приноса и будући новчани токови ће бити нижи што имплицира и нижу вредност предузећа под претпоставком да се инвеститори не фокусирају наивно на исказана добитна остварења без детаљнијег раздвајања добитка на његову обрачунску и новчану компоненту. Постоји неколико начина помоћу којих се може извршити декомпоновање добитка. Ми смо у нашој анализи користили акруал рацио заснован на билансу стања и акруал рацио заснован на новчаним токовима. Ови показатељи добијају посебну тежину када се процена вредности капитала предузећа врши методом резидуалног добитка.

Рацио квалитет прихода је однос новчаних прилива од продаје и прихода од продаје. Процена квалитета прихода од продаје открива степен одступања наплате продаје у односу на евидентиране приходе од продаје. Циљ је да се открије квалитет и ризик који прати наплату продаје. Раст прихода омогућава исказивање повољнијих коефицијената обрта а, самим тим, и стварање повољније слике о профитабилности и ликвидности. Значајније заостајање прилива за приходима открива повећани ризик од ликвидности, што може у крајњој консеквенци да води и у стечај. Ако је овај показатељ ближи јединици, онда то значи да је ризик од неликвидности због немогућности наплате потраживања веома мали. Наравно важи и обрнуто.

КОМЕНТАР ИНТЕРАКТИВНИ:

Табела: Индикатори квалитета признавања расхода I

Позиција, рацио, у 000 РСД, у %	2010	2011	2012	2013	2014
Пословни добитак	25.125.240	24.104.160	21.798.128	20.140.872	21.096.303
Капитални издаци	20.047.772	14.616.823	15.363.246	19.332.351	19.925.150
FCF	20.409.289	31.195.430	25.164.229	26.465.325	23.087.049
Нормализовани пословни добитак		33.013.004	32.916.267	22.343.213	25.467.837
Нормализовани КОПИ	0,69¹	0,63	0,70	0,69	0,72
Дијагностика: Нормализовани пословни добитак/Пословни добитак		1,37	1,51	1,11	1,21
Профитна маржа	22,26%	21,13%	18,25%	17,27%	17,84%

КОМЕНТАР ИНТЕРАКТИВНИ:

¹Просек од 2011 до 2014. године.

Табела: Индикатори квалитета признавања расхода II

Позиција, ратио, у 000 РСД, у %	2010	2011	2012	2013	2014
Обезвређење потраживања	4.362.001	3.672.235	3.327.207	3.184.350	2.672.591
Обезвређење потраживања / пословни приходи	3,87%	3,22%	2,79%	2,73%	2,26%
Бруто некретнине, постројења и опрема	327.418.207	337.954.979	388.974.008	394.826.639	418.439.507
Трошкови амортизације	24.601.244	25.511.562	25.765.693	25.095.797	25.434.546
Стопа амортизације	7,51%	7,55%	6,62%	6,36%	6,08%
Пословни расходи	86.274.921	89.547.576	93.570.172	94.865.071	96.723.512
Залихе	7.468.702	7.254.153	6.777.183	8.462.961	7.901.882
Коефицијент обрта залиха	11,55	12,34	13,81	11,21	12,24
Куповина нематеријалне имовине, некретнина, постројења, опреме и биолошких средстава	20.047.772	14.616.823	15.363.246	19.332.351	19.925.150
Амортизација/Капитални издаци ²				1,42	

КОМЕНТАР ИНТЕРАКТИВНИ:

Табела: Да ли је 6 x EBITDA повољна куповина?

²Вредност од 1,42 представља однос укупне амортизације у посматраном периоду и укупних капиталних издатака у истом периоду.

у 000 рсд, у рсд, у еврима, у комадима	2010	2011	2012	2013	2014
Нето добитак	16.985.194	23.229.006	12.285.600	15.699.672	17.804.399
Трошкови амортизације	24.601.244	25.511.562	25.765.693	25.095.797	25.434.546
Расходи камата (нето)	1.115.605	603.220	3.235.466	2.183.299	931.736
Порески расход периода	1.284.205	1.752.660	1.129.447	2.460.385	2.312.870
Одложени порески расходи периода	0	0	0	0	0
Одложени порески приходи периода	337.235	406.728	1.429.898	52.488	2.572.327
ЕВИТДА	43.649.013	50.689.720	40.986.308	45.386.665	43.911.224
Вредност предузећа у 000 рсд	261.894.078	304.138.320	245.917.848	272.319.990	263.467.344
Укупне обавезе	67.017.905	48.574.596	118.971.725	96.338.904	107.795.422
Вредност сопственог капитала у рсд	194.876.173.000	255.563.724.000	126.946.123.000	175.981.086.000	155.671.922.000
Вредност сопственог капитала у еврима	1.623.383.690	2.128.931.285	1.057.503.657	1.465.981.297	1.296.799.169
Број акција	1.000.000.000	1.000.000.000	1.000.000.000	1.000.000.000	1.000.000.000
Процењена цена по акцији у рсд	195	256	127	176	156

Процена вредности сопственог капитала: Модел резидуалног добитка

Табела : Обрачун очекиване стопе раста

у 000 рсд осим зарада по акцији у %, у коеф, у ком	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Пројекција
Књиговодствена вредност сопственог капитала	139.153.567	154.209.554	161.222.605	136.553.429	143.093.095	154.172.477	
Нето добитак	16.985.194	23.229.006	12.285.600	15.699.672	17.804.399	16.985.194	
Дивиденде	8.521.561	6.384.293	53.804.592	7.792.278	3.463.485		
Рацио исплате дивиденди	0,50	0,27	4,38	0,50	0,19		
ROE	11,58%	14,73%	8,25%	11,23%	11,98%		
Нормализовани рацио исплате дивиденди							0,50
Нормализована ROE							11,55%
Очекивана стопа раста							5,82%
Број акција у 000							1.000.000.
Нормализовани нето добитак							16.985.194
Зарада по акцији							17,97
Дивиденда по акцији							8,92

Табела: Обрачун цене капитала

Обрачун цене капитала	Период предвиђања	Терминални период
Безризична стопа	4,00%	3,70%
Премија за тржишни ризик	5,75%	5,75%
Нелеверована бета	0,69	0,70
Стопа пореза	15,00%	15,00%
Учешће дуга	0,29	0,15
Учешће сопственог капитала	0,71	0,70
Леверована бета	0,93	0,83
Премија за ризик земље В1 рејтинг	6,75%	3,75%
Цена сопственог капитала	16,08%	12,21%
Дисконтни фактор	1,161	1,122

Табела: Процена вредности сопственог капитала моделом резидуалног добитка

У еврима	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Зарада по акцији		0,15	0,16	0,17	0,18	0,19
Дивиденда по акцији		0,07	0,08	0,08	0,09	0,09
КВ по акцији	1,28	1,36	1,44	1,52	1,61	1,71
ROE		11,7%	11,7%	11,6%	11,6%	11,6%
Резидуални добитак		-0,06	-0,06	-0,06	-0,07	-0,07
Дисконтна стопа (фактор)		1,161	1,347	1,564	1,816	2,107
Садашња вредност резидуалног добитка		-0,05	-0,04	-0,04	-0,04	-0,03
Укупна садашња вредност РД до 2019	-0,21					
Терминална вредност						-0,87
Садашња вредност терминалне вредности	-0,41					
Корективни фактор	1,08					
Вредност по акцији	0,72					
Процењени Р/В ратио	0,56					
Процењени Р/Е ратио	4,83					
Вредност по акцији у РСД	86					
Вредност по акцији у РСД када је РД у терминалном периоду = 0	140					
Вредност по акцији у РСД када је дисконтна стопа 9,40%	229					

Процена вредности сопственог капитала: Модел дисконтовања слободних новчаних токова који припадају власницима – Варијанта 1

Табела: Обрачун слободних новчаних токова који припадају власницима

у 000 рсд	2010	2011	2012	2013	2014	Пројекција
Нето прилив (одлив) готовине из пословних активности	40.457.061	45.812.253	40.527.475	45.797.676	43.012.199	
Нето прилив (одлив) готовине из инвестиционих активности	-19.028.777	-13.988.162	-15.239.038	-17.725.359	-19.197.994	
Нето позајмљивање	-12.665.258	-18.023.366	29.215.743	-27.749.439	-7.215.584	
FCFE	8.763.026	13.800.725	54.504.180	322.878	16.598.621	18.797.886

Табела: Обрачун стопе раста у периоду предвиђања

Еквити стопа реинвестирања	-10,67%
ROE	11,55%
Стопа раста - g	-1,23%

Табела: Обрачун цене капитала

Обрачун цене капитала	Период предвиђања	Терминални период
Безризична стопа	4,00%	3,70%
Премија за тржишни ризик	5,75%	5,75%
Нелеверована бета	0,69	0,70
Стопа пореза	15,00%	15,00%
Учешће дуга	0,29	0,15
Учешће сопственог капитала	0,71	0,70
Леверована бета	0,93	0,83
Премија за ризик земље В1 рејтинг	6,75%	3,75%
Цена сопственог капитала	16,08%	12,21%
Дисконтни фактор	1,161	1,122

Табела: Инпути за терминални период

Еквити стопа реинвестирања	30,83%
ROE	12,00%
Стопа раста-g	3,70%
Нето добитак у терминалном периоду у 000 рсд	15.963.569
FCFE у терминалном периоду у 000 рсд	11.041.469
Нето добитак у терминалном периоду у еврима	132.981.871
FCFE у терминалном периоду у еврима	91.979.127

Табела: Процена вредности сопственог капитала

у еврима	2015	2016	2017	2018	2019
----------	------	------	------	------	------

FCFE	154.661.902	152.754.933	150.871.477	149.011.244	147.173.948
Дисконтна стопа (фактор)	1,161	1,347	1,564	1,816	2,107
Садашња вредност FCFE	133.239.263	113.368.655	96.461.446	82.075.689	69.835.350
Укупна садашња вредност FCFE до 2019	494.980.401				
Терминална вредност	1.121.073.740				
Садашња вредност терминалне вредности	531.959.479				
Корективни фактор	1,08				
Вредност сопственог капитала пре прилагођавања за:	1.106.421.439				
Готовински еквиваленти и готовина	179.125.665				
Мањински интерес					
Непословна имовина					
Вредност сопственог капитала	1.285.547.104				
Вредност сопственог капитала по акцији	1,29				
Процењени Р/Е рацио	8,67				
Вредност по акцији у РСД	154				
Процењени Р/В рацио	1,00				

Процена вредности сопственог капитала: Модел дисконтовања слободних новчаних токова који припадају власницима – Варијанта 2

Табела: Обрачун стопе раста и коефицијента обрта НПИ у периоду предвиђања

Година/ у 000 рсд	Приходи од продаје	Стопа раста прихода	Нето добитак	Стопа нето добитка	Нето пословна имовина	Коефицијент обрта НПИ
2010	112.848.038		16.985.194	15,05%	193.871.077	0,58
2011	114.096.820	1,11%	23.229.006	20,36%	166.648.690	0,68
2012	119.422.935	4,67%	12.285.600	10,29%	173.351.463	0,69
2013	116.590.797	-2,37%	15.699.672	13,47%	162.886.477	0,72
2014	118.226.541	1,38%	17.804.399	15,06%	165.843.271	0,71
Просек		1,20%		14,49%		0,68

Табела: Обрачун цене капитала

Обрачун цене капитала	Период предвиђања	Терминални период
Безризична стопа	4,00%	3,70%
Премија за тржишни ризик	5,75%	5,75%
Нелеверована бета	0,69	0,70
Стопа пореза	15,00%	15,00%
Учешће дуга	0,29	0,15
Учешће сопственог капитала	0,71	0,70
Лeverована бета	0,93	0,83
Премија за ризик земље В1 рејтинг	6,75%	3,75%
Цена сопственог капитала	16,08%	12,21%
Дисконтни фактор	1,161	1,122

Табела: Рациа задужености

Рацио дуга период предвиђања	28,75%
Рацио дуга терминални период	15,00%

Табела: Процена вредности сопственог капитала

у еврима	2015	2016	2017	2018	2019	Терминални период
Приходи од продаје	996.652.323	1.008.579.060	1.020.648.522	1.032.862.417	1.045.222.473	1.083.895.705
Нето добитак	144.437.464	146.165.918	147.915.056	149.685.126	151.476.377	157.081.003
Коефицијент обрта нето пословне имовине	0,68	0,68	0,68	0,68	0,68	
Реинвестиције	17.412.318	17.620.688	17.831.551	18.044.938	18.260.878	50.305.873
Финансирање дугом	5.006.147	5.066.054	5.126.679	5.188.029	5.250.113	7.545.881
FCFE	132.031.293	133.611.285	135.210.184	136.828.217	138.465.613	114.321.012
Дисконтна стопа (фактор)	1,161	1,347	1,564	1,816	2,107	
Садашња вредност FCFE	113.743.281	99.160.998	86.448.214	75.365.254	65.703.167	1.343.668.690
Укупна садашња вредност FCFE до 2019	440.420.914					
Садашња вредност терминалне вредности	637.582.766					
Корективни фактор	1,08					
Вредност сопственог капитала пре прилагођавања за	1.161.437.398					
Готовински еквиваленти и готовина	179.125.665					
Мањински интерес						
Непословна имовина						
Вредност сопственог капитала	1.340.563.063					
Вредност сопственог капитала по акцији	1,34					
Процењени Р/Е рацио	9,04					
Вредност по акцији у РСД	161					
Процењени Р/В рацио	1,04					

Процена вредности сопственог капитала: Модел дисконтовања слободних новчаних токова који припадају власницима – Варијанта 3

Табела: Обрачун нормализованих капиталних издатака

у 000 рсд, у %	2010	2011	2012	2013	2014	Просек
Капитални издаци	14.607.096	20.047.772	15.271.263	19.278.819	19.873.256	
Нето капитални издаци	-9.994.148	-5.463.790	-10.494.430	-5.816.978	-5.561.290	
ЕВИТ	19.047.769	25.178.158	15.220.615	20.290.868	18.476.678	19.047.769
Нето капитални издаци / ЕВИТ	-52,47%	-21,70%	-68,95%	-28,67%	-30,10%	-40,38%

Табела: Обрачун промена на обртном капиталу

у 000 рсд, у %	2010	2011	2012	2013	2014	Просек
Обртна имовина	37.827.696	47.347.900	49.256.486	39.729.024	57.361.081	
Краткорочни финансијски пласмани	1.828.258	2.294.858	3.655.220	1.847.368	3.961.826	
Готовински еквиваленти и готовина	9.785.260	17.941.876	15.878.596	8.333.961	21.502.818	
Краткорочне обавезе	51.874.751	69.801.817	61.883.307	64.001.208	70.392.962	
Краткорочне финансијске обавезе	25.042.217	33.097.673	33.004.747	32.584.896	29.038.173	
Нето обртни капитал	-618.356	-9.592.978	844.110	-1.868.617	-9.458.352	
Приходи од продаје	112.848.038	114.096.820	119.422.935	116.590.797	118.226.541	
Нето обртни капитал / приходи од продаје	-0,55%	-8,41%	0,71%	-1,60%	-8,00%	-3,57%

Табела: Обрачун слободних новчаних токова који припадају власницима

у 000 рсд	Пројекција
Нето добитак	16.985.194
Неновчани расходи (приходи)	0
Нето капитални издаци	-7.690.922
Промене на обртном капиталу	-58.402
Нето позајмљивање	-2.227.977
FCFE	22.506.540

Табела: Обрачун стопе раста у периоду предвиђања

Еквити стопа реинвестирања	-32,51%
ROE	11,98%
Стопа раста - g	-3,89%

Табела: Процена вредности сопственог капитала

у еврима	2015	2016	2017	2018	2019
FCFE	180.186.409	173.170.092	166.426.985	159.946.450	153.718.261
Дисконтна стопа (фактор)	1,161	1,347	1,564	1,816	2,107
Садашња вредност FCFE	155.228.301	128.519.976	106.407.042	88.098.822	72.940.685
Укупна садашња вредност FCFE до 2019	551.194.826				
Терминална вредност	1.873.571.870				
Садашња вредност терминалне вредности	889.026.547				
Корективни фактор	1,08				
Вредност сопственог капитала пре прилагођавања за	1.551.689.476				
Готовински еквиваленти и готовина	179.125.665				
Мањински интерес					
Непословна имовина					
Вредност сопственог капитала	1.730.815.140				
Вредност сопственог капитала по акцији	1,73				
Процењени P/E рацио	11,67				
Вредност по акцији у РСД	208				
Процењени P/B рацио	1,35				