

OSVRTI

Osvrt 1. Analiza profitabilnosti privrede Srbije

Milutin Živanović¹

U 2018. godini profitabilnost preduzeća privrede Srbije blago je poboljšana, čime je nastavljen pozitivan trend prisutan od 2014. godine. Za razliku od prethodnih godina u kojima su na profitabilnost preduzeća snažno uticale promene na finansijskim tržištima i promene cena na tržištima energenata i sirovina, rast profitabilnosti u prethodnoj godini prevashodno je bio determinisan rastom poslovne aktivnosti preduzeća.

Analiza profitabilnosti celokupne privrede

Na samom početku analize profitabilnosti privrede Srbije neophodno je sagledati kretanje profitabilnosti na nivou cele privrede i to korišćenjem, sa jedne strane, margina profitabilnosti, odnosno, korišćenjem stope poslovnog dobitka i stope neto dobitka i, sa druge strane, korišćenjem stopa prinosa kao što su stopa prinosa na ukupnu imovinu (ROA) i stopa prinosa na sopstveni kapital (ROE). Osim toga profitabilnost ukupne privrede i pojedinačnih privrednih delatnosti u Srbiji upoređena je sa profitabilnošću koja se ostvaruje u svetu.

Poslovna profitabilnost vs. ukupna profitabilnost

Kako bi analiza kretanja profitabilnosti bila jasnija neophodno je napraviti razliku između profitabilnosti osnovnog biznisa i ukupne profitabilnosti preduzeća, imajući u vidu različit relativan značaj ova dva tipa profitabilnosti kao i različite faktore koji na ta dva tipa profitabilnosti utiču.

Poboljšanje *profitabilnosti osnovnog biznisa* preduzeća u periodu 2014 - 2018, koje se meri *stopom poslovnog dobitka*², je stabilno i ono se može objasniti cikličnim oporavkom privrede Srbije koji je deo ekspanzije evropskih privreda. Ipak, rast stope poslovnog dobitka u ovom periodu bio je relativno nizak, što je posledica skromnog rasta domaće privrede. Skroman rast poslovne profitabilnosti za sada ne predstavlja problem i ne ugrožava ukupnu profitabilnost privrede budući da makroekonomske varijable kao što su niske kamatne stope i relativno jak i stabilan kurs dinara u odnosu na evro i dolar, idu na ruku domaćim preduzećima i

pozitivno utiču na ukupnu profitabilnost. Međutim, eventualno pogoršanje makroekonomskih uslova uz trenutne, relativno niske, stope rasta poslovne profitabilnosti mogle bi u budućnosti ugroziti poziciju profitabilnosti privrede.

Za razliku od 2017. godine u kojoj je zabeležen neznatan pad poslovne profitabilnosti, u 2018. dolazi do njenog oporavka. To je dovelo do toga da stopa poslovnog dobitka u 2018. godini iznosi 5,6%, čime je njena vrednost vraćena na nivo koji je zabeležen u 2016. godini. Iako će razlozi blagog povećanja poslovne profitabilnosti biti jasniji kada se budemo spustili na nivo analize po sektorima, ovde ćemo predstaviti neke opšte zaključke.

U 2018. godini, za razliku od 2017., poslovni prihodi su rasli po većoj stopi (7,1%) u odnosu na poslovne rashode (6,8%). Drugu godinu zaredom u okviru poslovnih prihoda, prihodi od prodaje proizvoda i usluga rastu po većoj stopi (7,6%) u odnosu na prihode od prodaje robe (5,2%). Ovakva kretanja mogu predstavljati signal refokusiranja sa rasta zasnovanog na trgovini robom, na rast zasnovan na proizvodnji proizvoda i usluga.

Na strani poslovnih rashoda, posmatrano za privredu u celini, većina značajnijih pozicija poslovnih rashoda imala je relativno ujednačen rast između 5% - 8%. Zanimljivo je primetiti da su troškovi materijala, goriva i energije u 2018. godini rasli po značajno nižoj stopi (6,1%) u odnosu na rast koji je zabeležen u 2017. godini (12,4%). Nekoliko faktora je uticalo na vidljivo sporiji rast pomenute kategorije troškova. Najpre, za razliku od 2017. godine u kojoj je usled jakih suša zabeležen pad fizičkog obima poljoprivredne proizvodnje od 11,9%, u 2018. godini došlo je do rasta poljoprivredne proizvodnje od 16,3%. Rast ponude doveo je do obaranja cena poljoprivrednih proizvoda, pa su tako proizvođačke cene poljoprivrednih proizvoda u 2018. bile za 4,2% niže u odnosu na prethodnu godinu. Pad cena poljoprivrednih proizvoda uticao je na smanjenje troškova sirovina preduzeća iz prerađivačke industrije koja koriste poljoprivredne proizvode kao osnovne inpute u proizvodnom procesu. Takođe, prema podacima sa svetskih tržišta, u 2018. godini došlo je do pada cena gotovo svih industrijskih metala što je dodatno uticalo na smanjenje cena inputa u pojedinim segmentima prerađivačke industrije. Kada su u pitanju cene energenata, cena električne energije je dodatno porasla u 2018. godini dok je cena nafte konstantno rasla sve do početka četvrtog kvartala kada je počela naglo da pada. Promene cena energenata nisu uticale na značajniji rast troškova materijala i goriva i energije na nivou privrede kao celine ali su zato imale značajan uticaj na uspešnost pojedinih sektora. Zanimljivo je primetiti da su u 2018. godini troškovi zarada rasli

¹ Univerzitet u Beogradu, Ekonomski fakultet.

² Stopa poslovnog dobitka predstavlja odnos između poslovnog dobitka i poslovnih prihoda. Poslovni dobitak predstavlja razliku između poslovnih prihoda i poslovnih rashoda.

po stopi od 10,3% što je brži rast u odnosu na 2017. godinu kao i u odnosu na poslovne rashode i poslovne prihode u 2018. godini. Visok rast troškova zarada u preduzećima posledica je smanjenja ponude na tržištu radne snage usled emigracije, rasta zarada u javnom sektoru i smanjenja sive ekonomije.

Kako bi se stekla jasnija predstava o nivou i dinamici poslovne profitabilnosti preduzeća koja posluju u domaćoj privredi neophodno je izvršiti odgovarajuća poređenja sa drugim privredama. Poređenje nivoa poslovne profitabilnosti često nije previše informativno budući da se stope poslovnog dobitka nalaze pod jakim uticajem sektorske strukture određene privrede. Međutim, poređenje dinamike poslovne profitabilnosti može otkriti u kom smeru se kreće privredna aktivnost određene privrede u odnosu na referentne privrede, kao i da li i u kojoj meri postoji međuzavisnost u tom pogledu.

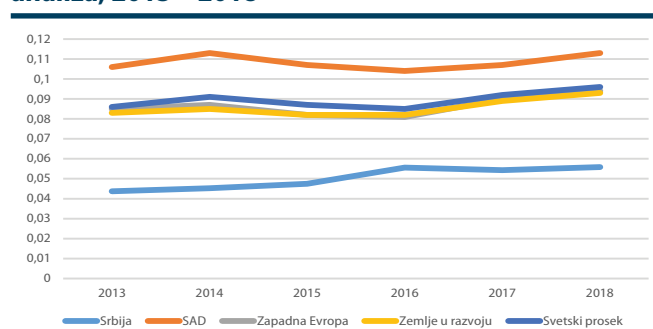
Tabela 1. Stopa poslovnog dobitka Srbija i svet – uporedna analiza, 2013 – 2018

	Srbija	SAD	Zapadna Evropa	Zemlje u razvoju	Svetski prosek
2013	4,4%	10,6%	8,5%	8,3%	8,6%
2014	4,5%	11,3%	8,7%	8,5%	9,1%
2015	4,7%	10,7%	8,2%	8,2%	8,7%
2016	5,6%	10,4%	8,1%	8,2%	8,5%
2017	5,4%	10,7%	9,0%	8,9%	9,2%
2018	5,6%	11,3%	9,4%	9,3%	9,6%

Izvor: Autor na bazi podataka APR i http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html

Očekivano, preduzeća koja posluju u domaćoj privredi beleže nižu stopu poslovnog dobitka u odnosu na preduzeća koja posluju na tržištima SAD i Zapadne Evrope. Možda manje očekivano je to da poslovna profitabilnost domaće privrede značajno zaostaje i za profitabilnošću zemalja u razvoju. Ono što je pohvalno jeste činjenica da su domaća preduzeća beležila gotovo konstantan rast stope poslovnog dobitka u analiziranom periodu, dok je u svetu ona varirala u skladu sa kretanjem poslovnog ciklusa. Iako je kretanje poslovne profitabilnosti domaće privrede i privreda koje su uzete kao osnov za poređenje po pojedinim godinama uglavnom različit, ukoliko se posmatra celokupan period vidimo da je stopa poslovnog dobitka u svim analiziranim privredama porasla za oko 1 procentni poen – što znači da je trend kretanja vrlo sličan. To bi moglo da implicira da u izrazito kratkom roku određeni faktori imaju različit uticaj na profitabilnost domaće privrede i analiziranih svetskih privreda dok je u srednjem roku taj uticaj identičan. Potencijalno zabrinjavajuće može biti to da je na globalnom nivou došlo do značajnog rasta poslovne profitabilnosti u periodu koji obuhvata 2017. i 2018. godinu, dok je u Srbiji poslovna profitabilnost u 2018. na istom nivou kao i u 2016 godini, i to pre svega zbog pada poslovne profitabilnosti u 2017.

Grafikon 1. Stopa poslovnog dobitka – uporedna analiza, 2013 – 2018



Izvor: Autor na bazi podataka APR i http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html

Ukupna profitabilnost privrede, koja se meri stopom neto dobitka³, nakon snažnog rasta u periodu 2014 - 2017. godina, u prošloj godini je ostvarila jedva primetan rast. Snažan rast ukupne profitabilnosti u periodu 2014 - 2017. godina bio je pod dominantnim uticajem privremenih kretanja na finansijskim tržištima kao što su jačanje realne vrednosti dinara i pad realnih kamatnih stopa. U 2018. godini realne kamatne stope su stagnirale u odnosu na prethodnu godinu, tako da one nisu značajnije uticale na troškove privrede. Kretanje realnog kursa u odnosu na evro i dolar imalo je umereno pozitivne efekte na profitabilnost privrede. Realna vrednost dinara u odnosu na evro i dolar u 2018. godini bila je za 3,6% veća nego u prethodnoj godini, što je uticalo na manje troškove kamata na devizne kredite, a time i na poboljšanje finansijskog rezultata. Međutim, vrednost dinara u odnosu na ponderisani prosek evra i dolara na kraju 2018. godine bila je nepromenjena u odnosu na kraj 2017. godine, zbog čega su efekti pozitivnih kursnih razlika bili manji za čak 83% u odnosu na prethodnu godinu. Sve to je uticalo da domaća preduzeća u 2018. godini ostvare negativan rezultat iz finansiranja⁴ i time znatno uspore rast ukupne profitabilnosti privrede.

Ono što je obeležilo 2018. godinu, kada je u pitanju analiza ukupne profitabilnosti privrede, jeste snažan rast ostalih prihoda koji su u 2018. godini bili veći za čak 108 milijardi dinara u odnosu na 2017. godinu. Povećanju ostalih prihoda najviše je doprineo sektor rudarstva u kojem je primećeno neobično veliko povećanje ove kategorije prihoda u vrednosti od oko 100 milijardi dinara⁵. Ovde bi trebalo imati u vidu dve stvari.

3 Stopa neto dobitka prikazuje koliko se neto dobitka ostvaruje na svaki ostvareni dinar poslovnih prihoda. Na neto rezultat, osim poslovnog rezultata, utiču i druge komponente, kao što su pozitivne i negativne kursne razlike, prihodi i rashodi kamata kamata, promene vrednosti imovine, dobiti i gubici od prodaje imovine.

4 Rezultat iz finansiranja predstavlja razliku između finansijskih prihoda i finansijskih rashoda.

5 Pretpostavlja se da je ovaj iznos povezan sa ostalim prihodima koje je iskazalo preduzeće RTB Bor u 2018. godini imajući u vidu da je ovo godina u kojoj je izvršena njegova privatizacija. Nakon zvaničnog objavljivanja finansijskih izveštaja biće moguće preciznije objasniti poreklo ovog iznosa.

Prvo, da je rast ostalih prihoda uglavnom jednokratnog karaktera i da se na njega ne može računati kao na trajni izvor povećanja profitabilnosti. Drugo, povećanje ostalih prihoda u 2018. godini iskrivilo je sliku ukupne profitabilnosti privrede. Da do ovog povećanja nije došlo ukupna profitabilnost u 2018. godini, merena stopom neto dobitka, bila bi za jedan procenti poen manja u odnosu na obračunati iznos i za 0,6 procentnih poena manja nego u 2017. godini.

Kako bi se stekla jasnija predstava o nivou i dinamici ukupne profitabilnosti preduzeća koja posluju u domaćoj privredi neophodno je izvršiti odgovarajuća poređenja sa drugim privredama.

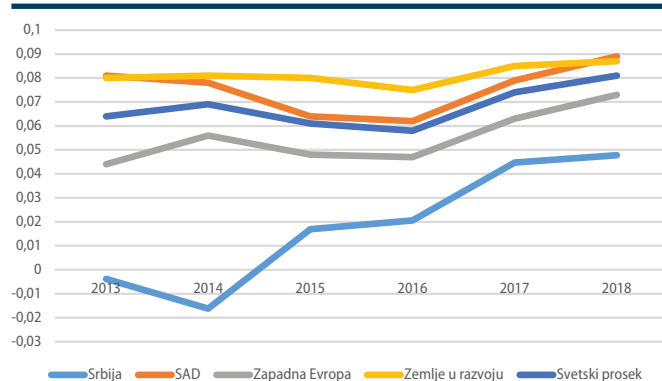
Tabela 2. Stopa neto dobitka – uporedna analiza, 2013 – 2018

	Srbija	SAD	Zapadna Evropa	Zemlje u razvoju	Svetski prosek
2013	-0,4%	8,1%	4,4%	8,0%	6,4%
2014	-1,6%	7,8%	5,6%	8,1%	6,9%
2015	1,7%	6,4%	4,8%	8,0%	6,1%
2016	2,1%	6,2%	4,7%	7,5%	5,8%
2017	4,5%	7,9%	6,3%	8,5%	7,4%
2018	4,8%	8,9%	7,3%	8,7%	8,1%

Izvor: Autor na bazi podataka APR i http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html

Kao što je ranije naglašeno, privreda Srbije je u periodu 2013 – 2018. značajno poboljšala ukupnu profitabilnost merenu stopom neto dobitka. Time je uspela da smanji zaostajanje za posmatranim privredama kao i za svetskim prosekom, ali je ona još uvek za 40% niža od svetskog proseka. Možemo primetiti da su u analiziranom periodu, pored Srbije, i privrede Zapadne Evrope zabeležile značajan rast ukupne profitabilnosti. Ovo bi moglo da znači da se kretanje ukupne profitabilnosti domaće privrede i privreda Zapadne Evrope nalazi pod dejstvom istih faktora.

Grafikon 2. Stopa neto dobitka – uporedna analiza, 2013 – 2018



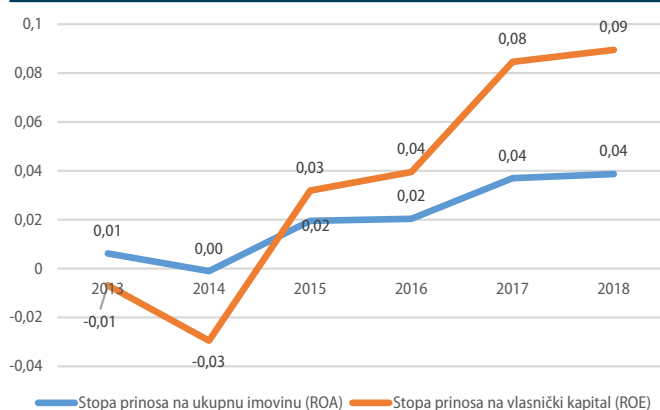
Izvor: Autor na bazi podataka APR i http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html

Stopa prinosa na ukupnu imovinu (ROA) vs. Stopa prinosa na sopstveni kapital (ROE)

Stope poslovnog i neto dobitka su važni pokazatelji profitabilnosti preduzeća, ali nam one ne daju informacije o prinosima na ulaganja koje ostvaruju ključni stejkholderi u preduzećima (vlasnici i kreditori). Za te potrebe koriste se stopa prinosa na ukupnu imovinu (ROA)⁶ i stopa prinosa na sopstveni kapital (ROE)⁷. Stopa prinosa na ukupnu imovinu i stopa prinosa na sopstveni kapital bile su u konstantnom porastu u periodu 2013 – 2018, sa izuzetkom 2014. godine kada su ove stope zabeležile pad i imale negativne vrednosti što bi se moglo povezati sa posledicama poplava koje su iste godine pogodile određena područja Srbije. Iako se efikasnost upravljanja imovinom i kapitalom tokom posmatranog perioda uglavnom blago povećavala, rast posmatranih stopa prinosa ipak je dominantno bio određen rastom neto dobitka. Međutim, ovde treba imati u vidu da su ključni faktori koji su doveli do rasta neto dobitka oni na koje sama preduzeća imaju relativno mali uticaj. Tu se pre svega misli na jačanje domaće valute u odnosu na evro i dolar i konstantan pad kamatnih stopa, pri čemu je relevantno da u budućnosti može doći do slabljenja dinara, a kamatne stope mogu početi da rastu. Takođe se može primetiti da je u 2013. i 2014. godini stopa prinosa na ukupna sredstva bila veća od stope prinosa na sopstveni kapital. Od 2015. godine taj odnos se menja i ROE postaje veće od ROA. Ovakav odnos između ROA i ROE implicira da je do 2015. godine na nivou privrede bio prisutan negativan efekat finansijskog leveridža, što bi značilo da su dugovi previše opterećivali privredu i doveli do toga da ona bude manje profitabilna, odnosno, prinos koji su preduzeća ostvarivala na ukupnu imovinu bio je niži od cene finansiranja te imovine. Od 2015. godine u privredi je prisutan pozitivan efekat finansijskog leveridža, što bi značilo da su dugovi pozitivno uticali na profitabilnost vlasničkog kapitala. Ovome je u velikoj meri doprinela manja relativna zaduženost preduzeća usled jačanja domaće valute kao i kontinuirani pad kamatnih stopa koje zapravo predstavljaju cenu duga.

6 Stopa prinosa na ukupnu imovinu predstavlja odnos između neto dobitka uvećanog za troškove kamata i poslovne imovine preduzeća.

7 Stopa prinosa na sopstveni kapital predstavlja odnos između neto dobitka i sopstvenog kapitala.

Grafikon 3. Stope prinosa na ukupnu imovinu (ROA) i vlasnički kapital (ROE), 2013 – 2018

Izvor: Autor na bazi podataka APR

Kako u bazi podataka koja je korišćena za potrebe poređenja profitabilnosti domaće privrede i privreda odabranih zemalja nisu sadržani podaci o stopi prinosa na ukupnu imovinu (ROA), za potrebe poređenja ostvarenih stopa prinosa biće korišćena stopa prinosa na sopstveni kapital (ROE).

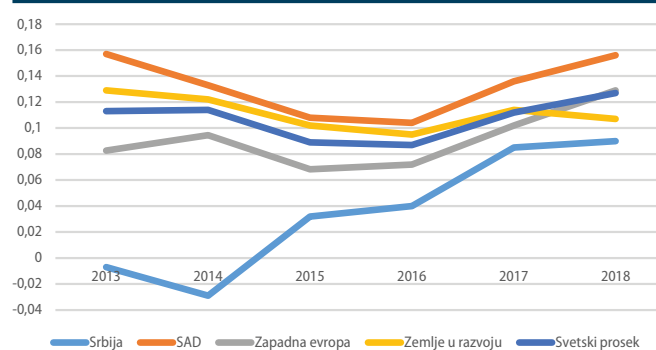
Tabela 3. Stopa prinosa na sopstveni kapital - uporedna analiza, 2013 - 2018

	Srbija	SAD	Zapadna evropa	Zemlje u razvoju	Svetski prosek
2013	-0,7%	15,7%	8,3%	12,9%	11,3%
2014	-2,9%	13,3%	9,5%	12,2%	11,4%
2015	3,2%	10,8%	6,8%	10,2%	8,9%
2016	4,0%	10,4%	7,2%	9,5%	8,7%
2017	8,5%	13,6%	10,2%	11,4%	11,2%
2018	9,0%	15,6%	12,9%	10,7%	12,7%

Izvor: Autor na bazi podataka APR i http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html

Trebalo bi imati u vidu da je ROE, kao što je to slučaj i sa stopom poslovnog dobitka, pod značajnim uticajem grane u kojoj preduzeća posluju pa samim tim i pod uticajem strukture privrede čija se uspešnost meri i analizira. Ovo sa jedne strane umanjuje informativnu moć ROE kada se ona koristi za poređenje profitabilnosti različitih zemalja, dok sa druge strane omogućava da se porede trendovi kretanja profitabilnosti mereni ovim pokazateljem. Iako je u domaćoj privredi tokom čitavog analiziranog perioda prisutan konstantan porast stope prinosa na sopstveni kapital ona se, kao što je to bio slučaj i sa prethodno analiziranim pokazateljima, nalazi ispod vrednosti koje su identifikovane u prikazanim privredama kao i ispod svetskog proseka. U cilju sagledavanja poluga rasta stope prinosa na sopstveni kapital, ROE se često dekomponuje na: (1) stopu neto dobitka koja pokazuje u kojoj meri su preduzeća sposobna da upravljaju ukupnim prihodima i rashodima i (2) koeficijent obrta kapitala koji pokazuje u kojoj meri su preduzeća sposobna da upravljaju imovinom i obavezama. Ono što

je zanimljivo jeste da domaća privreda, iako ima niže stope neto dobitka u odnosu na analizirane privrede, beleži veću efikasnost upravljanja sopstvenim kapitalom čime smanjuje zaostajanje za svetskim prosekom kada je u pitanju ROE. Budući da je za domaća preduzeća karakteristična manja efikasnost upravljanja imovinom u odnosu na posmatrane privrede, veća efikasnost upravljanja sopstvenim kapitalom je verovatno povezana sa značajnim prolongiranjem vremena isplate obaveza prema dobavljačima i korišćenjem beskamatnih izvora finansiranja. Poređenja radi prosečno vreme izmirenja obaveza prema dobavljačima je u Srbiji gotovo duple duže u odnosu na svetski prosek⁸.

Grafikon 4. Stopa prinosa na sopstveni kapital - uporedna analiza, 2013 – 2018Izvor: http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html

Analiza profitabilnosti po sektorima

U drugoj celini fokus je stavljen na analizu pokazatelja profitabilnosti po pojedinim delatnostima. Analizom su obuhvaćene dve poslednje godine, 2017. i 2018. pri čemu su u obzir uzete samo one delatnosti koje imaju značajniji uticaj na ukupna privredna kretanja (sve delatnosti koje su u 2017. godini ostvarile minimum 100 milijardi ukupnih prihoda).

Iako je na nivou privrede došlo do blagog povećanja poslovne profitabilnosti u 2018. godini, kada se analiza spusti na nivo pojedinačnih sektora primećuje se da je u većini sektora zapravo zabeležen pad profitabilnosti osnovne delatnosti. Rast stope poslovnog dobitka zabeležen je u sektorima saobraćaja i skladištenja, građevinarstva, stručnih i naučnih delatnosti i administrativnih i uslužnih delatnosti. Ovaj rast je bio dovoljan da neutrališe pad poslovne profitabilnosti koji je zabeležen u ostalim sektorima i da dovede do toga da se na nivou privrede kao celine iskaže blago povećanje profitabilnosti osnovnog biznisa.

⁸ Prosečno vreme naplate potraživanja u domaćoj privredi u 2018. godini iznosilo je 66 dana, dok je prosečno vreme izmirenje obaveza prema dobavljačima u istoj godini iznosilo čak 137 dana.

Ubedljivo najveći rast poslovne profitabilnosti identifikovan je u sektoru saobraćaja i skladištenja u kojem je stopa poslovnog dobitka zabeležila značajan rast od skoro 9 procentnih poena, sa 5,1% u 2017. na čak 13,8% u 2018. godini. Ovom povećanju najviše je doprineo snažan rast poslovnih prihoda od 16% (u 2017. ovaj rast je iznosio 7,4%), dok su poslovni rashodi rasli po gotovo identičnoj stopi kao i u 2017. godini (oko 7%). Na bazi podataka RZS koji se odnose na prvu polovinu 2018. godine⁹ može se zaključiti da je pomenutom povećanju prihoda najviše doprineo porast obima teretnog saobraćaja, budući da je obim putničkog saobraćaja u navedenom periodu bio u blagom padu. Sektor građevinarstva drugu godinu zaredom beleži rast profitabilnosti osnovnog biznisa, pri čemu je taj rast u 2018. godini znatno veći u odnosu na onaj koji je identifikovan u 2017. Pretpostavlja se da su administrativne reforme iz 2015. godine koje su dovele do pojednostavljenja procedura u pogledu izdavanja građevinskih dozvola uz nastavak trenda niskih kamatnih stopa i nepostojanja alternativa za plasiranje viškova gotovine, usled nedovoljno razvijenog domaćeg finansijskog tržišta, omogućili dalje poboljšanje profitabilnosti osnovnog biznisa u sektoru građevinarstva. Prema podacima RZS, vrednost izvedenih građevinskih radova u 2018. godini na teritoriji Srbije povećana je za 13,9% u odnosu na prethodnu godinu, odnosno, za više od 40 milijardi dinara. Pored građevinarstva i sektor stručnih i naučnih delatnosti drugu godinu zaredom beleži rast stope poslovnog dobitka. Ona je u 2018. godini iznosila 8%, što je jedan procentni poen više nego u 2017. a dva više nego u 2016. godini. Četvrti sektor koji je ostvario rast profitabilnosti *core* biznisa jeste sektor administrativnih i uslužnih delatnosti. Stopa poslovnog dobitka u pomenutom sektoru porasla je sa 5,8% u 2017. godini na 6,4% u 2018. godini. Budući da su poslednja dva analizirana sektora relativno heterogena po svojoj strukturi teško je dublje identifikovati izvore rasta poslovne profitabilnosti koji su u njima zabeleženi. Međutim, ono što se svakako nameće kao zaključak jeste da se preduzeća iz pomenutih sektora u okviru svog osnovnog biznisa bave pružanjem usluga što se uklapa u priču o rastu privrede zasnovanom na proizvodnji proizvoda i pružanju usluga umesto na trgovini robom.

Ubedljivo najveći pad poslovne profitabilnosti u 2018. godini, od skoro 7 procentnih poena, zabeležen je u sektoru rudarstva, što je posebno zanimljivo imajući u vidu da je to sektor koji je u 2017. zabeležio upravo najznačajniji rast poslovne profitabilnosti. Ovaj pad profitabilnosti bi se mogao dovesti u vezu sa usporavanjem poslovnih procesa u preduzeću RTB Bor, imajući u vidu da je 2018. godina, godina u kojoj je došlo

do finaliziranja procesa privatizacije ovog preduzeća. Takođe treba imati u vidu da je na nivou sektora ostvaren rast poslovnih prihoda od oko 20%, što je veći rast u odnosu na onaj koji je zabeležen u 2017. godini (18%). Međutim, istovremeno je došlo i do naglog povećanja poslovnih rashoda (29%) što je daleko više od povećanja u 2017. (12%). Značajan rast prihoda mogao bi se povezati sa onim preduzećima koja se u okviru analiziranog sektora bave preradom i prodajom nafte i naftnih derivata budući da je u 2018. godini došlo do značajnog skoka cena goriva. Ostala preduzeća u ovom sektoru, pogotovo ona koja se bave eksploatacijom ruda i metala imala su značajan rast poslovnih rashoda usled rasta troškova materijala, goriva i energije uslovljenim upravo naglim skokom cene goriva kao i povećanjem cene električne energije za privredu.

U ostalim sektorima u kojima je došlo do pada poslovne profitabilnosti taj pad je iznosio između 0,2 i 1,4 procentna poena. Kao i 2017. godine i u 2018. sektor snabdevanja vodom zabeležio je pad poslovne profitabilnosti. Pad poslovne profitabilnosti u iznosu od 1,2 procentna poena uzrokovan je sa jedne strane duplo nižim rastom poslovnih prihoda u 2018. godini kao i rastom poslovnih rashoda koji je bio iznad rasta poslovnih prihoda. Ovo je, sa jedne strane, posledica toga što se potrošnja vode iz godine u godinu smanjuje i kod domaćinstava i kod privrede kao i toga što je cena vode po kubiku često ispod ekonomski opravdane, pogotovo kada se radi o cenama za fizička lica. Sa druge strane, od vode potisnute u potrošnju samo 65% je voda koja donosi prihod dok je ostalo voda koja se ne fakturiše i koja samim tim iako izaziva povećanje poslovnih rashoda ne donosi prihod. Sektor snabdevanja električnom energijom nakon pada poslovne profitabilnosti u 2017. godini nastavlja sa istim trendom i u 2018. Osnovni uzroci pada poslovnog dobitka u pomenute dve godine su gotovo isti a povezani su sa porastom poslovnih rashoda koji nije bio praćen odgovarajućim rastom poslovnih prihoda. Rast poslovnih rashoda u ovom sektoru je pre svega posledica pada proizvodnje električne energije koji se u cilju redovnog i sigurnog snabdevanja tarifnih kupaca nadoknađuje nabavkom struje na domaćim i stranim berzama na kojima je primećen značajan skok cena u drugoj polovini 2018. godine. Sektor poljoprivrede koji je u 2017. godini bio sektor sa najvećim padom poslovne profitabilnosti, u 2018. godini nastavlja da beleži pad poslovne profitabilnosti. Za razliku od 2017. godine u kojoj je usled jakih suša zabeležen pad fizičkog obima poljoprivredne proizvodnje od 11,9%, u 2018. godini došlo je do rasta poljoprivredne proizvodnje od 16,3%. Međutim, rast ponude doveo je do obaranja cena poljoprivrednih proizvoda, pa su tako proizvođačke cene poljoprivrednih proizvoda u 2018. godini bile za 4,2%

⁹ Podaci za celu 2018. godinu još uvek nisu dostupni.

niže u odnosu na prethodnu godinu što je uticalo na to da rast prihoda u 2018. bude manji od rasta poslovnih rashoda. Sektor usluga smeštaja i hrane je nakon uspešne 2017. godine u kojoj je ostvaren rast poslovne profitabilnosti, u 2018. zabeležio pad stope poslovnog dobitka koja je time vraćena na nivo iz 2016. godine i iznosi 2,7%. Padu profitabilnosti *core* biznisa doprineo je brži rast poslovnih rashoda od rasta poslovnih prihoda. Pretpostavlja se da je rastu poslovnih prihoda od 19,3%, koji je bio nešto niži u odnosu na 2017. godinu, doprineo nastavak trenda rasta broja turista imajući u vidu da se prema podacima RZS broj dolazaka i noćenja turista u 2018. godini povećao za 11% u odnosu na prethodnu godinu. Međutim, treba naglasiti da je za sektor usluga smeštaja i hrane karakterističan konstantni porast konkurencije budući da je stopa rasta registrovanih privrednih društava u ovoj delatnosti veća u odnosu na prosek privrede. Ovo bi moglo da dovede do obaranja cena usluga i manjeg rasta poslovnih prihoda uprkos većoj tražnji za ovim tipom usluga. Rastu poslovnih rashoda (20%) najviše je doprineo rast nematerijalnih troškova (51,2%) koji za preduzeća iz ove delatnosti predstavljaju najznačajniju stavku poslovnih rashoda. U ovu kategoriju rashoda spadaju provizije koje hoteli plaćaju turističkim agencijama i ostalim posrednicima u poslovnom procesu. U sektoru informisanja i komunikacija profitabilnost osnovnog biznisa je u padu od 2016. godine, pri čemu je pad u 2018. veći u odnosu na onaj koji je zabeležen u 2017. godini. Počev od 2013. godine, za veliku većinu zemalja Evropske unije

karakterističan je trend pada prihoda u ovom sektoru usled pada prihoda od usluga govornog saobraćaja preko fiksne i mobilne telefonije. Iako udeo prenosa podataka putem mobilne mreže u ukupnim prihodima na tržištu EU raste, on nije dovoljan da nadomesti gubitke prihoda od govornog saobraćaja. Prema izveštaju RATEL-a, na tržištu Srbije, za razliku od tržišta EU, prihodi i dalje rastu ali je moguće da opisani trendovi sprečavaju brži rast prihoda. Poslovni prihodi su u 2018. rasli po većoj stopi u odnosu na 2017. Pretpostavlja se da su tome doprineli segmenti koji se odnose na kablovske telekomunikacije, programiranje i konsultantske usluge iz oblasti informacionih tehnologija. Međutim, iako su poslovni prihodi u ovom sektoru rasli, taj rast je bio niži od rasta poslovnih rashoda, što je dovelo do pada poslovne profitabilnosti. Sektori prerađivačke industrije i trgovine na veliko i malo ostvarili su blagi pad poslovne profitabilnosti od 0,4, odnosno, 0,2 procentna poena.

Za razliku od 2017. godine u kojoj je kod svih sektora zabeležen rast stope neto dobitka, prevashodno uslovljen dejstvom egzogenih faktora, u 2018. godini smer kretanja ukupne profitabilnosti bio je isti kao i smer kretanja poslovne profitabilnosti u gotovo svim sektorima. Ovo bi trebalo da znači da je u 2018. godini poslovni rezultat bio taj koji je opredeljivao znak ukupne profitabilnosti preduzeća. Izuzeci u ovom pogledu su sektor uslužnih i administrativnih delatnosti u kojem je došlo do pada stope neto dobitka iako je poslovna profitabilnost rasla i sektor rudarstva gde iako je došlo do značajnog pada poslovne profitabilnosti, stopa neto dobitka je povećana

Tabela 4. Profitabilnost odabranih sektora privrede Srbije 2017 – 2018

	Pokazatelji profitabilnosti							
	Stopa poslovnog dobitka		Stopa neto dobitka		Stopa prinosa na ukupnu imovinu (ROA)		Stopa prinosa na sopstveni kapital (ROE)	
	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018
Poljoprivreda	3,5%	2,5%	3%	-0,3%	1,7%	0,2%	2,2%	-0,2%
Rudarstvo	12,4%	5,7%	10,9%	31,9%	6,5%	20,4%	15,7%	42,9%
Prerađivačka industrija	6%	5,6%	5,6%	3,8%	5,9%	4,1%	19,4%	11,3%
Snabdevanje el. energijom	6,6%	5,5%	5,8%	1,3%	2,3%	0,7%	3,5%	0,7%
Snabdevanje vodom	6,3%	4,9%	3,8%	2,1%	1,8%	0,9%	2,4%	1,6%
Građevinarstvo	3,8%	5,3%	1,5%	4,1%	1,2%	2,4%	1,6%	4,6%
Trgovina na veliko i malo	3,6%	3,4%	2,4%	2,3%	4,1%	3,7%	14,4%	12,6%
Saobraćaj i skladištenje	5,1%	13,8%	3,7%	11,5%	3,1%	7,8%	4,7%	14,3%
Usluge smeštaja i hrane	3,6%	2,7%	2,8%	2,1%	2,2%	1,7%	4,2%	3,5%
Informisanje i komunikacije	11,8%	11,1%	11,4%	9,4%	8,2%	6,9%	23,2%	19,2%
Stručne i naučne delatnosti	7,1%	8,0%	6,2%	7,1%	2,5%	3,1%	5,9%	7,1%
Administrativne i uslužne del.	5,8%	6,4%	7,2%	4,9%	8,2%	5,0%	28,8%	14,4%

Izvor: Autor na bazi podataka APR

za gotovo 300%¹⁰. Sektor poljoprivrede je jedini sektor koji je ostvario negativan neto rezultat i samim tim negativnu stopu neto dobitka.

Sektori koji su u 2018. godini zabeležili rast ROA i ROE su sektori rudarstva, saobraćaja i skladištenja, građevinarstva, stručnih i naučnih delatnosti. U sektoru rudarstva značajan rast ovih pokazatelja je posledica već pomenutog rasta neto dobitka koji se javio kao posledica rasta ostalih prihoda, dok je kod preostala tri sektora rast ovih pokazatelja koincidirao sa rastom stopa poslovnog i neto rezultata. U svim ostalim sektorima zabeležen je pad stopa prinosa na ukupnu imovinu i sopstveni kapital. Ono što bi se moglo zaključiti razlaganjem ROE na stopu neto dobitka i koeficijent obrta kapitala jeste zavidna efikasnost upravljanja kapitalom u sektorima prerađivačke industrije, trgovine na veliko i malo kao i informisanja i komunikacija. Za sve pomenute sektore karakteristično je iznadprosečno kašnjenje u izmirenju obaveza prema dobavljačima te bi u tome trebalo tražiti osnovne izvore visoke efikasnosti upravljanja kapitalom. Niska efikasnost upravljanja kapitalom, koja je dovela do toga da ROE bude niža od stope neto dobitka, karakteristična je za sektor snabdevanja električnom

¹⁰ Ovo je povezano sa povećanjem ostalih prihoda za iznos od 100 milijardi dinara u sektoru rudarstva koji su značajno povećali neto dobitak ostvaren na nivou ovog sektora. Videti fusnotu 2.

energijom i vodom pre svega zbog niske efikasnosti naplate potraživanja.

Tokom prethodnih analiza mogli smo da vidimo da domaća privreda zaostaje za svetskim prosekom u pogledu svih korišćenih pokazatelja. Međutim, na kraju nam ostaje da izvršimo poređenje uspešnosti odabranih sektora domaće privrede sa uspešnošću tih istih sektora na nivou svetskog proseka kako bismo utvrdili da li i u kojoj meri su odabrani sektori domaće privrede manje ili više profitabilni u odnosu na svetski prosek. Ono što donekle smanjuje informativnu moć analize jesu različiti nivoi dezagregiranja privrede na pojedinačne sektore. Klasifikacija sektora koja se primenjuje u Srbiji je takva da je kod pojedinih sektora prisutan znatno manji nivo dezagregiranja nego što je to slučaj u međunarodnoj bazi podataka koja je u ovoj analizi korišćena. Iz tog razloga su vrednosti pojedinih pokazatelja, računatih za potrebe poređenja, aproksimirane i prikazane u odgovarajućim rasponima. Takođe iz poređenja je izostavljena stopa prinosa na ukupnu imovinu (ROA) kao i sektor administrativnih i uslužnih delatnosti, budući da ovi podaci nisu dostupni u korišćenoj bazi podataka.

Kada je u pitanju stopa poslovnog dobitka najveće zaostajanje za svetskim prosekom je identifikovano u sektoru snabdevanja vodom što ne treba preterano da čudi imajući u vidu da na domaćem tržištu u ovoj grani

Tabela 5. Poređenje profitabilnosti odabranih sektora privrede Srbije sa svetskim prosekom za 2018. godinu

	Pokazatelji profitabilnosti					
	Stopa poslovnog dobitka		Stopa neto dobitka		Stopa prinosa na sopstveni kapital (ROE)	
	2018 (Srbija)	2018 (Svetski prosek)	2018 (Srbija)	2018 (Svetski prosek)	2018 (Srbija)	2018 (Svetski prosek)
Poljoprivreda	2,5%	6%	-0,3%	4%	-0,2%	9%
Rudarstvo	5,7%	9% - 18%	7,1%	6% - 7%	9,6%	11% - 15%
Prerađivačka industrija	5,6%	6% - 21%	3,8%	3% - 13%	11,3%	7% - 22%
Snabdevanje el. energijom	5,5%	12%	1,3%	6%	0,7%	8%
Snabdevanje vodom	4,9%	28%	2,1%	16%	1,6%	10%
Građevinarstvo	5,3%	11%	4,1%	8%	4,6%	15%
Trgovina na veliko i malo	3,4%	4%	2,3%	3%	12,6%	11%
Saobraćaj i skladištenje	13,8%	5% - 22%	11,5%	15% - 23%	14,3%	19%
Usluge smeštaja i hrane	2,7%	14%	2,1%	10%	3,5%	27%
Informisanje i komunikacije	11,1%	14% - 24%	9,4%	8% - 17%	19,2%	11% - 34%
Stručne i naučne delatnosti	8,0%	10% - 26%	7,1%	6% - 17%	7,1%	10% - 28%
Administrativne i uslužne del	6,4%	n/a	4,9%	n/a	14,4%	n/a

Izvor: Autor na bazi podataka APR i http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html

postoji prirodni monopol te su cene uglavnom ispod tržišno opravdanih. Značajno zaostajanje postoji i u sektoru snabdevanja električne energije što opet treba povezati sa niskom cenom električne energije, kao i sa značajnom neefikasnošću upravljanja preduzećem koji je glavni proizvođač električne energije u domaćoj privredi (EPS). Takođe, primetno zaostajanje postoji i u sektoru usluga smeštaja i hrane i građevinarstva. Ostali sektori beleže nešto blaža zaostajanja u poslovnoj profitabilnosti. Jedini sektor koji je u 2018. godini ostvario nivo poslovne profitabilnosti koji se kreće u granicama svetskog proseka jeste sektor saobraćaja i skladištenja.

Kada je u pitanju ukupna profitabilnost, merena stopom neto dobitka, situacija je drastično bolja u odnosu na poslovnu profitabilnost, što bi značilo da trenutna kretanja makroekonomskih varijabli u većoj meri odgovaraju domaćoj privredi u poređenju sa svetskim prosekom. Nekoliko sektora kao što su rudarstvo, informisanje i komunikacije, stručne i naučne delatnosti i prerađivačka industrija uklapaju se u intervale koji su identifikovani na nivou svetskog proseka. Naravno, kao što je ranije naglašeno, ovde bi trebalo biti oprezan budući da su za navedene grane navedeni intervale u kojima se u okviru različitih podsektora kretala ukupna profitabilnost. Nepromenjeno, kao i u slučaju poslovne profitabilnosti, najveće zaostajanje postoji u sektoru snabdevanja vodom.

Na kraju, poredimo stopu prinosa na sopstveni kapital (ROE) između odabranih sektora domaće privrede i svetskog proseka. Sektor trgovine na veliko i malo nalazi se iznad svetskog proseka, što je posledica efikasnijeg upravljanja kapitalom, odnosno, značajno dužim periodom izmirenja obaveza prema dobavljačima, ali i manjim intenzitetom konkurencije. Sektori informisanja i komunikacija i prerađivačke industrije uklapaju se u intervale koji su identifikovani na nivou svetskog proseka. Kod ova dva sektora ROE je još bliži proseku nego što je to bio slučaj sa stopom neto dobitka, što upućuje na efikasnije upravljanje kapitalom u odnosu na svetski prosek. Opet se pretpostavlja da je to povezano sa znatno dužim periodima plaćanja dobavljača u odnosu na svetski prosek¹¹. Najveće zaostajanje je prisutno u sektoru usluga smeštaja i hrane, zatim, građevinarstva, poljoprivrede, snabdevanja vodom i snabdevanja električnom energijom.

Literatura

1. Malinić, D., Milićević, V., Stevanović, N., 2012, *Upravljačko računovodstvo*, Beograd: Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu.
2. Penman S., (2003), *Financial Statement Analysis and Security Valuation*, second edition, McGraw-Hill, 348-381
3. Todorović, M., Ivanišević, M., (2017), *Poslovne finansije*, Centar za izdavačku delatnost, Ekonomski fakultet u Beogradu
4. <http://www.apr.gov.rs/>
5. <http://ec.europa.eu/eurostat>
6. <https://www.nbs.rs/internet/cirilica/index.html>
7. http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html
8. <http://www.ratel.rs>
9. <http://www.stat.gov.rs/>

¹¹ Mada to nije moguće sa sigurnošću tvrditi dok se ne uradi detaljnija analiza i poređenje efikasnosti upravljanja i pojedinim delovima aktive.