

Osvrt 2. Analiza finansijskih performansi privrede Srbije

Milutin Živanović¹

Finansijske performanse privrede Srbije u 2017. godini su poboljšane. Deo poboljšanja je rezultat efikasnijeg obavljanja osnovne delatnosti dok je drugi deo posledica promena spoljnih faktora, kao što su jačanje dinara, smanjenje kamatnih stopa, promena cena na svetskim tržištima, rast cena nekretnina u Srbiji. Neke od spoljnih promena, kao što je smanjenje kamatnih stopa predstavljaju posledicu unapređenja makroekonomske stabilnosti i privrednog ambijenta i od njih će privreda imati koristi u dužem vremenskom periodu. Druge egzogene promene koje su uticale na poboljšanje poslovanja privrede (varijacije kurseva, promene cena na svetskim tržištima) su ciklične prirode i njihov uticaj na poslovanje privrede u budućnosti je neizvestan. Ukoliko posmatramo tri osnovne dimenzije finansijskih performansi, najuspešniji sektori u 2017. godini bili su sektor informisanja i komunikacija i sektor rudarstva. Kao najmanje uspešan sektor u 2017. godini mogao bi se izdvojiti sektor poljoprivrede, pre svega zbog velike suše koja je pogodila Srbiju u posmatranoj godini. Ako se vrši poređenje finansijskih performansi preduzeća prema kriterijumu njihove veličine, najuspešniju grupu preduzeća u 2017. godini čine mala preduzeća, dok su ubedljivo najmanje uspešna mikro preduzeća.

Analiza finansijskih performansi cele privrede

Dinamika finansijskih performansi privrede se analizira na osnovu pokazatelja likvidnosti, solventnosti i profitabilnosti. U radu se analiziraju performanse isključivo realnog sektora privrede, korišćenjem podataka Agencije za privredne registre.

Analiza likvidnosti

Ukoliko likvidnost privrede ocenjujemo na bazi kretanja opšteg racija likvidnosti² možemo da zaključimo da se kratkoročna finansijska sigurnost privrede u posmatranom periodu blago poboljšala. Međutim, ona se i dalje nalazi na relativno niskom nivou, budući da je vrednost pomenutog pokazatelja u svim posmatranim periodima iznosila manje od 1. To znači da preduzeća u proseku nisu bila u stanju da obrtnom imovinom pokriju svoje kratkoročne obaveze. U periodu 2013 – 2016, vrednost ovog pokazatelja se nije značajnije menjala imajući u vidu da se kretala u relativno uskom intervalu 0,89 –

0,91. Nešto značajniji skok zabeležen je tek u 2017. u odnosu na 2016. godinu kada je njegova vrednost porasla sa 0,91 na 0,95. Ovaj nešto značajniji skok racija opšte likvidnosti predstavljao je posledicu bržeg rasta obrtne imovine u odnosu na rast kratkoročnih obaveza preduzeća.

Ukoliko za analizu likvidnosti koristimo rigorozni racio likvidnosti³, onda se u brojiocu umesto ukupne obrtne imovine⁴ nalazi samo jedan njen deo, monetarna imovina. Ovo je stroži i realniji pokazatelj likvidnosti u odnosu na prethodno korišćeni, budući da iz brojioca izbacuje zalihe kao najmanje likvidan oblik obrtne imovine. Analizirajući kretanje ovog pokazatelja dolazimo do zaključka da je nivo likvidnosti privrede u 2017. godini (0,65) na gotovo identičnom nivou na kojem se nalazio i u 2013. godini (0,64). Pri tome bi trebalo istaći da, iako je vrednost ovog pokazatelja ostala nepromenjena u analiziranom periodu, struktura monetarne aktive koja se nalazi u njegovom brojiocu nije ostala ista. Posebno treba obratiti pažnju na konstantno smanjivanje učešća kratkoročnih finansijskih plasmana u strukturi monetarne aktive uz istovremeni rast učešća gotovine i gotovinskih ekvivalenata. Vrednost kratkoročnih finansijskih plasmana je u 2017. godini bila za 3,34% manja nego u 2013. godini, dok je vrednost gotovine i gotovinskih ekvivalenata u istom periodu porasla za čak 49,75%. Ovakva promena u strukturi monetarne aktive mogla bi se povezati sa trendom kontinuiranog smanjenja kamatnih stopa. Dok se navedena promena pozitivno odražava na trenutnu likvidnost privrede ona se dugoročno gledano može negativno odraziti na profitabilnost, budući da je očigledno da preduzeća gomilaju sve veću količinu gotovine koja nije plasirana i koja samim tim ne donosi nikakav prinos.

Poređenjem prethodna dva pokazatelja možemo zaključiti da je povećanje likvidnosti privrede u analiziranom periodu, na koji ukazuje racio opšte likvidnosti, pre svega posledica povećanja učešća zaliha u strukturi obrtne imovine. Samim tim je kvalitet rasta likvidnosti na koji ukazuje ovaj indikator upitan. Ukoliko u budućnosti ne dođe do značajnijeg povećanja efikasnosti u pogledu upravljanja zalihama (većeg obrta zaliha) i upravljanja potraživanjima (veći stepen naplate potraživanja uz skraćivanja perioda naplate) ne može se očekivati značajnije poboljšanje pozicije likvidnosti privrede. Pored toga neophodno je nastaviti sa trendom skraćivanja perioda isplate obaveza prema dobavljačima i razviti sce-

¹ Ekonomski fakultet Univerziteta u Beogradu

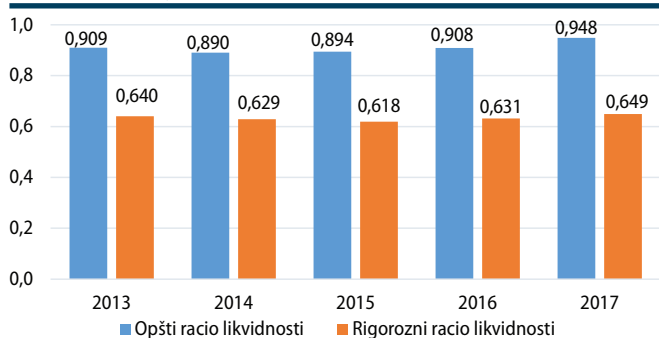
² Opšti racio likvidnosti predstavlja odnos između obrtne imovine i kratkoročnih obaveza i pokazuje sa koliko dinara obrtne imovine je pokriven svaki dinar kratkoročnih obaveza.

³ Rigorozni racio likvidnosti predstavlja odnos između monetarne imovine i kratkoročnih obaveza i pokazuje sa koliko dinara monetarne imovine je pokriven svaki dinar kratkoročnih obaveza.

⁴ Obrtna imovina pored monetarne imovine obuhvata još i zalihe. Ovde bi trebalo naglastiti da smo u monetarnu imovinu pored potraživanja, kratkoročnih finansijskih plasmana i gotovine i gotovinskih ekvivalenata uključili i AVR.

nario za uticaj eventualnog slabljenja domaće valute na rast kratkoročnih finansijskih obaveza koji bi uz ostale nepromenjene okolnosti negativno uticao na likvidnost privrede.

Grafikon 1. Dinamika likvidnosti realnog sektora privrede Srbije, 2013 – 2017.



Izvor: Proračun autora na bazi podataka APR

Analiza solventnosti

Neto obrtni kapital (NOK)⁵ pokazuje koji deo obrtne imovine se finansira iz dugoročnih izvora finansiranja. NOK se može koristiti kao jedan od indikatora dugoročne finansijske sigurnosti privrede. Iako postoje različiti faktori koji opredeljuju visinu NOK-a, polazi se od toga da što je veća vrednost ovog pokazatelja to je pozicija solventnosti privrede bolja.

Ukoliko analiziramo kretanje NOK-a u realnom sektoru domaće privrede za period 2013 – 2017. možemo da zaključimo da je u svim posmatranim godinama vrednost ovog pokazatelja bila negativna, što bi značilo da se deo stalne imovine⁶ kontinuirano finansirao iz kratkoročnih izvora. Počevši od 2016. njegova vrednost počinje da se povećava i postaje manje negativna. Ukoliko se ovakva tendencija nastavi i u budućim godinama može se očekivati poboljšanje dugoročne finansijske sigurnosti privrede. Međutim, da bi moglo da bude reči o održivosti ovakvog trenda trebalo bi sagledati koji su osnovni izvori povećanja NOK-a u 2016. i 2017. godini.

Povećanje NOK-a u 2016. i 2017. godini posledica je bržeg rasta dugoročnih izvora finansiranja u odnosu na rast ulaganja u stalnu imovinu. Ukoliko posmatramo poluge rasta dugoročnih izvora finansiranja vidimo da one pre svega leže u porastu sopstvenog kapitala, budući da se njegovo učešće u dugoročnim izvorima finansiranja povećalo sa 65,3% u 2015. na 66% u 2016. godini i konačno na 67,1% u 2017. godini.

U 2016. godini, povećanju sopstvenog kapitala najviše je doprinelo povećanje osnovnog kapitala. Pod pretpostavkom da je reč o svežem prilivu kapitala, usled osnivanja novih ili dokapitalizacije postojećih privrednih subjekata, ovo predstavlja krajnje pozitivnu tendenciju. Ukoliko se uzme u obzir da je u 2016. godini u Srbiji poslovalo za 3% više preduzeća u odnosu na 2015.⁷, možemo da zaključimo da je porast osnovnog kapitala prevashodno posledica osnivanja novih privrednih subjekata⁸. Takođe, treba imati u vidu da je prema podacima Agencije za privredne registre (APR) povećanje broja privrednih društava u 2017. godini za 4.114 jedinica manje nego u 2016. godini na šta ukazuje i duplo manji iznos povećanja osnovnog kapitala u 2017. u odnosu na 2016. godinu. Samim tim, na ovakav izvor povećanja sopstvenog kapitala i solventnosti privrede ne može se računati trajno. Ovo je očigledna posledica nedovoljnog poboljšanja opštih uslova privređivanja kao što su pravna sigurnost, efikasnost administracije, nivo korupcije, itd.

Za razliku od 2016., u 2017. godini, rast sopstvenog kapitala je u prvom redu posledica rasta neraspoređenog dobitka i smanjenja gubitaka ranijih godina, što je posledica veće profitabilnosti privrede u 2017. Međutim, ovde bi trebalo voditi računa o izvorima rasta dobitka koji je zadržan u preduzeću i koji je korišćen za pokriće prenetih gubitaka. Naime, rast neto dobitka koji je ostvaren na nivou realnog sektora privrede u 2017. godini posledica je: (1) naglog povećanja dobitaka iz finansiranja, odnosno, rasta pozitivnih kursnih razlika koje su se javile usled jačanja domaće valute i (2) daljeg pada kamatnih stopa. Dakle, rastu neto dobitka i solventnosti celokupne privrede je u mnogo manjoj meri doprineo rast poslovnog rezultata. To dalje znači da su na solventnost u 2017. godini uticali faktori koji su u velikoj meri nezavisni od preduzeća i na koje preduzeća koja posluju u srpskoj privredi teško mogu da utiču. Neke od spoljnih promena, kao što je smanjenje kamatnih stopa, predstavljaju posledicu unapređenja makroekonomske stabilnosti i očekuje se da će privreda od njih imati koristi u dužem vremenskom periodu. Druge egzogene promene koje su uticale na poboljšanje solventnosti, kao što je volatilnosti deviznih kurseva, ciklične su prirode i njihov uticaj na poslovanje privrede u budućnosti je nezvestan.

Kao što je ranije naglašeno, ulaganja u stalnu imovinu su rasla po nižoj stopi u odnosu na dugoročne izvore finansiranja, što je dovelo do toga da vrednost NOK-a bude manje negativna. Ukoliko posmatramo promene u strukturi stalne imovine od 2013. do 2017. godine mo-

5 Neto obrtni kapital se obračunava kao razlika između dugoročnih izvora finansiranja i stalne imovine

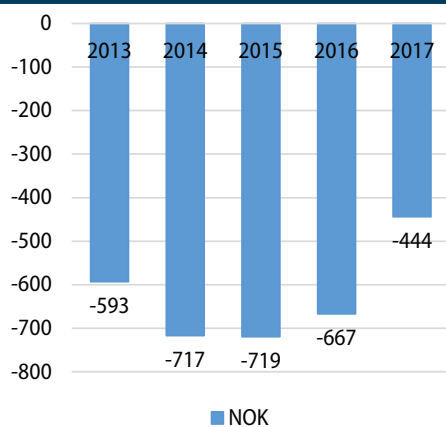
6 Stalna imovinu čine: Nematerijalna imovina, Nekretnine, postrojenja i oprema, Biološka sredstva, Dugoročni finansijski plasmani i Dugoročna potraživanja.

7 U 2016. godini osnovano je 8.429 novih privrednih društava, dok su u istoj godini prestala da posluju 5.542 privredna društva.

8 Ovo je između ostalog posledica olakšanog i ubrzanog postupka osnivanja i registracije privrednih subjekata.

žemo da primetimo da su se najveće promene desile na pozicijama nekretnina, postrojenja i opreme i dugoročnih finansijskih plasmana. Dok je učešće nekretnina u ukupnoj imovini konstantno raslo, sa 45,89% u 2013. na 48,51% u 2017. godini, učešće dugoročnih finansijskih plasmana u ukupnoj imovini beležilo je konstantan pad sa 10,12% u 2013. godini na 7,32% u 2017. godini. Na bazi promena u strukturi stalne imovine možemo da zaključimo da su investicije preduzeća delimično preusmerene iz finansijske u realnu imovinu⁹. Potencijalne razloge treba tražiti u višim stopama prinosa koje preduzeća mogu očekivati od ovakvog tipa ulaganja kao i u posledicama administrativnih reformi iz 2015. godine koje su dovele do pojednostavljenja procedura u pogledu izdavanja građevinskih dozvola. Hronična nerazvijenost domaćeg finansijskog tržišta, koje preduzećima nudi vrlo skromne mogućnosti za ulaganje u finansijsku aktivu, uz konstantan pad kamatnih stopa, očigledno je doveo do smanjenog plasiranja slobodnih novčanih tokova u finansijsku aktivu.

Grafikon 2. Neto obrtni kapital u milijardama RSD, 2013 – 2017.



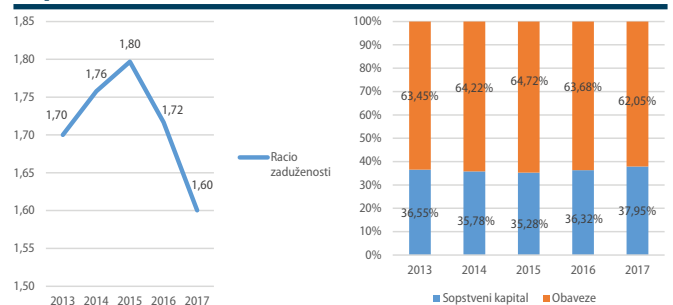
Izvor: Proračun autora na bazi podataka APR

U jedan od osnovnih pokazatelja solventnosti, pored NOK-a, ubraja se racio zaduženosti koji ukazuje na odnos između duga i sopstvenog kapitala. Vrednost ovog pokazatelja u periodu 2013 – 2015. je porasla sa 1,7 na 1,8, što bi značilo da je u posmatranom periodu zaduženost privrede rasla. U 2014. u odnosu na 2013. godinu došlo je do rasta ukupnih obaveza za 211,9 milijardi dinara. U istom periodu, vrednost sopstvenog kapitala smanjena je za 27,9 milijardi dinara usled velikog povećanja gubitaka na nivou celokupne privrede koje, između ostalog, treba povezati sa posledicama poplava koje su 2014. godine pogodile određena područja Srbije. Pored toga, uzrok istovremenog rasta ukupnih obaveza i gubitaka treba tražiti u slabljenju domaće valute koja je pro-

uzrokovala pojavu uvećanih negativnih kursnih razlika i rashoda kamata za kredite uzete u stranim valutama. U 2015. u odnosu na 2014. godinu ukupne obaveze su porasle za 239,3 milijarde dinara pri čemu je struktura rasta obaveza bila nešto drugačija u odnosu na onu koja je zabeležena u 2014. godini u korist rasta kratkoročnih obaveza. Za razliku od 2014. godine u kojoj je vrednost sopstvenog kapitala opala, u 2015. došlo je do blagog povećanja u iznosu od 35,7 milijardi dinara. Ovaj rast se pre svega duguje povećanju dobitaka koji su posledica zaustavljenog slabljenja domaće valute i rastu revalorizacionih rezervi (rast tržišne vrednosti nekretnina, postrojenja i opreme) koji predstavlja signal oporavka tržišta nekretnina. Međutim, kako je u 2015. godini povećanje obaveza i dalje bilo veće od povećanja sopstvenog kapitala zaduženost privrede je nastavila da raste.

U 2016. i u 2017. godini relativna zaduženost privrede počela je da opada pre svega zato što je povećanje sopstvenog kapitala u ove dve godine bilo veće u odnosu na povećanje obaveza. U 2016. godini vrednost racija zaduženosti iznosila je 1,72. U navedenoj godini vrednost sopstvenog kapitala se povećala za 420,4 milijarde dinara, dok se vrednost ukupnih obaveza povećala za nešto manji iznos od 359 milijardi dinara. U 2017. godini vrednost pokazatelja zaduženosti je dodatno smanjena na 1,6. U ovoj godini, vrednost sopstvenog kapitala se povećala za 440,9 milijardi dinara, dok se vrednost ukupnih obaveza povećala za daleko manji iznos od 130,1 milijardu dinara, što je doprinelo ubrzanom smanjenju nivoa zaduženosti. O faktorima koji su doprineli povećanju sopstvenog kapitala u 2016. i 2017. godini i njihovoj dugoročnoj održivosti bilo je reči u delu koji se odnosio na analizu NOK-a. Sa druge strane ukoliko posmatramo povećanje ukupnih obaveza u ove dve godine možemo da primetimo da je rast ukupnih obaveza u 2017. godini daleko manji u odnosu na rast koji je zabeležen u 2016. godini. Ovo je u velikoj meri posledica jačanja domaće valute u odnosu na evro i dolar što je dovelo do toga da vrednost deviznih obaveza iskazana u dinarima postane manja.

Grafikon 3. Racio zaduženosti i odnos sopstvenog kapitala i obaveza, 2013 – 2017.



Izvor: Proračun autora na bazi podataka APR

⁹ Treba imati u vidu da je rast učešća nekretnina, postrojenja i opreme u stalnoj imovini, između ostalog, posledica rasta njihove tržišne vrednosti.

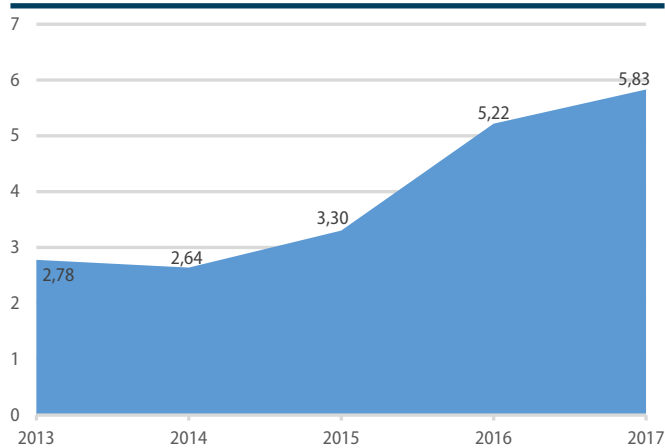
Jedan od pokazatelja solventnosti koji se koristi u finansijskoj analizi preduzeća jeste i racio pokrića kamata¹⁰ koji treba da ukaže na sposobnost preduzeća da iz ostvarenog poslovnog rezultata pokrije nastale rashode po osnovu kamata. Ovaj pokazatelj mnogo više govori o solventnosti privrede u odnosu na prethodno analizirani, budući da je pod znatno manjim uticajem granskih karakteristika.

U periodu 2013 – 2014. vrednost ovog pokazatelja je bila u padu. U 2013. godini, njegova vrednost je iznosila 2,78 da bi u 2014. dostigla svoju najnižu vrednost za ceo analizirani period od 2,64. Ovako niska vrednost racija pokrića kamata u 2014. godini u najvećoj meri predstavlja posledicu naglog rasta rashoda po osnovu kamata usled rasta zaduženosti. Kao što je ranije naglašeno rastu zaduženosti doprinelo je naglo slabljenje domaće valute u odnosu na valute u kojima većina domaćih preduzeća ima svoje dugoročne i kratkoročne obaveze (tu se pre svega misli na evro, dolar i švajcarske franke). U posmatranoj godini finansijski rashodi su iznosili 504,1 milijardu dinara što je za 50% više nego u 2013. godini. Iako su preduzeća u 2014. godini ostvarila pozitivan poslovni rezultat u iznosu od 370,8 milijardi dinara (što je 4,9% više u odnosu na 2013. godinu) on nije bio dovoljan za pokriće naraslih finansijskih rashoda.

U periodu 2015 – 2017. vrednost pokazatelja je bila u konstantnom rastu što ukazuje na poboljšanje položaja solventnosti privrede. U 2015. godini njegova vrednost je iznosila 3,3, u 2016. godini 5,22, da bi u 2017. godini dostigla svoju maksimalnu vrednost u iznosu od 5,83. Iako je vrednost pomenutog pokazatelja u posmatranom periodu konstantno rasla, trebalo bi naglasiti da izvori njegovog rasta po godinama nisu bili identični. Rast vrednosti koji je zabeležen u 2015. u odnosu na 2014. godinu u većoj meri se duguje smanjenju rashoda po osnovu kamata (smanjenje od 12,9%) do kojeg je došlo usled stabilizovanja domaće valute i daljem padu kamatnih stopa, nego rastu poslovnog dobitka (povećanje od 9%). Sa druge strane ukoliko posmatramo rast vrednosti racija pokrića kamata u 2016. u odnosu na 2015. godinu vidimo da je on u većoj meri posledica rasta poslovnog dobitka (povećanje od 25,3%) nego pada kamatnih rashoda (smanjenje od 20,7%). Iako oba povećanja ukazuju na poboljšanje solventnosti privrede, veći kvalitet rasta se krije iza onog kojem u većoj meri doprinosi rast poslovnih dobitaka nego smanjenje rashoda kamata. Ovo pogotovo ako znamo da primaran uticaj na visinu kamata imaju visine kamatnih stopa kao i kretanja deviznih kurseva za kredite uzete u devizama. Ukoliko

posmatramo 2017. godinu može se primetiti dalje povećanje racija pokrića kamata poslovnim dobitkom kome je doprinelo istovremeno povećanje poslovnog dobitka (4,8%) i smanjenje rashoda kamata (6,2%).

Grafikon 4. Racio pokrića kamata poslovnim dobitkom, 2013 – 2017.



Izvor: Proračun autora na bazi podataka APR

Analiza profitabilnosti

Na samom početku analiziramo profitabilnost privrede koristeći stopu poslovnog dobitka¹¹ koja treba da ukaže na kretanje profitabilnosti osnovne delatnosti preduzeća i ujedno na sposobnost preduzeća da stvore vrednost obavljajući svoj *core* biznis. U periodu 2013 – 2016. ova stopa je beležila konstantan rast. Možemo primetiti da se stopa poslovnog dobitka povećala sa 4,37% u 2013. na 5,56% u 2016. godini i to pre svega zbog činjenice da su poslovni prihodi u posmatranom periodu rasli po većoj prosečnoj stopi (4,1%) u odnosu na poslovne rashode (3,6%). Međutim, u 2017. godini zabeležen je blagi pad profitabilnosti osnovnog biznisa imajući u vidu da je stopa poslovnog dobitka bila nešto niža u odnosu na 2016. i iznosila 5,43%. U posmatranoj godini poslovni prihodi su rasli po manjoj stopi (7,18%) u odnosu na poslovne rashode (7,32%). Ono što bi trebalo primetiti kada su poslovni prihodi u pitanju jeste da su, za razliku od svih prethodnih godina obuhvaćenih analizom, u 2017. godini prihodi od prodaje proizvoda i usluga rasli po većoj stopi (9,05%) u odnosu na prihode od prodaje robe (5,43%). Ovakva kretanja predstavljaju signal refokusiranja sa rasta zasnovanog na trgovini robom, na proizvodnju industrijskih dobara i razvoj uslužnih delatnosti kao što su informaciono komunikacione tehnologije, turizam i ugostiteljstvo, stručne delatnosti, itd.

Iako će razlozi blagog pada poslovne profitabilnosti biti jasniji kada se budemo spustili na nivo analize po sektorima, budući da svaki sektor privrede ima svoje

¹⁰ Racio pokrića kamata predstavlja odnos između poslovnog rezultata i rashoda kamata i pokazuje u kojoj meri su rashodi kamata, koji nastaju kao posledica korišćenja pozajmljenih sredstava, pokriveni poslovnim rezultatom (dobitkom) preduzeća.

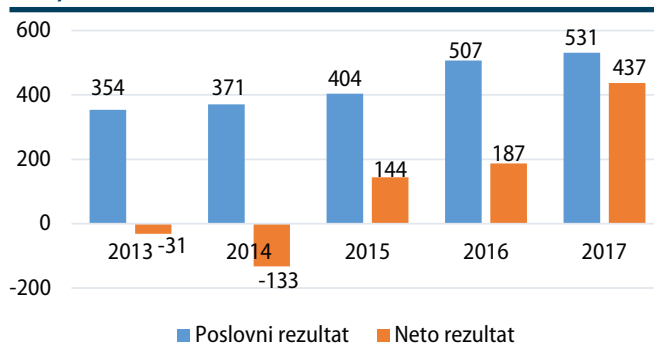
¹¹ Stopa poslovnog dobitka predstavlja odnos između poslovnog dobitka i poslovnih prihoda.

specifičnosti koje određuju karakteristike *core* biznisa pa samim tim i izvore poslovnog rezultata, ovde ćemo predstaviti neke opšte zaključke. Blagi pad poslovnog dobitka od 0,2 procentna poena u 2017. godini posledica je pada u obimu poljoprivredne proizvodnje koji je nastao kao posledica velike suše koja je pogodila Srbiju u 2017. godini. Ovo je dovelo do smanjenja poslovnih prihoda poljoprivredne delatnosti i istovremenog povećanja cena poljoprivrednih proizvoda. Rast cena poljoprivrednih proizvoda uticao je na povećanje poslovnih rashoda onih preduzeća iz prerađivačke industrije koja poljoprivredne proizvode koriste kao inpute u svom proizvodnom procesu. U 2017. godini došlo je do rasta cene nafte i naftnih derivata, što je za onaj deo prerađivačke industrije koji navedene sirovine koristi kao osnovne inpute imalo krajnje negativan uticaj na poslovni rezultat. Rast cene nafte i naftnih derivata negativno se odrazio i na poslovni rezultat u sektoru saobraćaja i skladištenja. Suša koja je pogodila Srbiju u 2017. godini nije imala posledice samo na poljoprivredni sektor već i na sektor snabdevanja električnom energijom budući da je proizvodnja struje na hidroelektranama bila manja i nadoknađivala se iz dosta skupljih izvora energije. Suša i visoke temperature nisu pogodovale ni sektoru snabdevanja vodom budući da je zabeležen porast prekomerne potrošnje vode kao i rast gubitaka vode u procesu vodosnabdevanja.

Za analizu ukupne profitabilnosti privrede koristimo stopu neto dobitka koja zapravo treba da prikaže koliko se neto dobitka ostvaruje na svaki ostvareni dinar poslovnih prihoda. Iako postoje i drugi pokazatelji kojima se može meriti ukupna profitabilnost, ovaj pokazatelj je izabran kako bi se njegovim poređenjem sa stopom poslovnog dobitka analizirao disparitet u pogledu smera i intenziteta promena koji postoji između poslovnog i neto rezultata a koji je karakterističan za domaću privredu¹². Zapravo, za preduzeća iz realnog sektora privrede Srbije je karakteristično da mnogo veći uticaj na ukupnu profitabilnost imaju segmenti neposlovnog rezultata. To znači da na ukupnu profitabilnost privrede veći uticaj imaju faktori na koji sama preduzeća ne mogu uticati i koji često mogu da zamagle (ne)spособnost preduzeća da stvore vrednost obavljanjem osnovne delatnosti. Iz pomenutog razloga neto rezultat predstavlja znatno volatilniju veličinu u odnosu na poslovni rezultat.

12 Na neto rezultat, osim poslovnog rezultata, utiču i druge komponente, kao što su pozitivne i negativne kursne razlike, prihodi i rashodi kamata, promene vrednosti imovine, dobici i gubici od prodaje imovine...

Grafikon 5. Poslovni i neto rezultat u milijardama RSD, 2013 – 2017.



Izvor: Proračun autora na bazi podataka APR

U 2013. i 2014. godini stopa neto dobitka je bila negativna, pri čemu je u 2014. njena vrednost iznosila -1,62% i bila je niža u odnosu na 2013. kada je ova stopa iznosila -0,38%. Dakle, iako je u ove dve godine došlo do rasta stope poslovnog dobitka, što implicira jačanje jezgra biznisa, stopa neto rezultata ne samo da je bila negativna, već je dodatno smanjena. Povećanje gubitaka na nivou celokupne privrede u periodu 2013 – 2014, posledica je slabljenja dinara. Depresijacija dinara u odnosu na valute u kojima se zadužuje najveći broj naših preduzeća imala je za posledicu nagli skok negativnih kursnih razlika kao i rashoda od kamata na kredite uzete u stranoj valuti. Pored toga na pad ukupne profitabilnosti uticao je i značajan iznos otpisa ugroženih potraživanja. U 2015. i 2016. godini profitabilnost osnovne delatnosti preduzeća i ukupna profitabilnost kretale su se u istom smeru, što je posledica istovremenog jačanja konjunktura, veće operativne efikasnosti preduzeća, stabilizacije domaće valute i manjeg otpisa potraživanja. Stope neto dobitka u 2015. i 2016. godini iznosile su 1,69% i 2,06%, respektivno. Iako je u 2017. došlo do blagog pada stope poslovnog dobitka u odnosu na 2016. godinu, stopa neto dobitka je zabeležila značajan skok sa 2,06% na 4,47%. Rast ukupne profitabilnosti javio se u prvom redu kao posledica povećanja dobitaka iz finansiranja koje se duuguje jačanju domaće valute i konsekvantnoj pojavi pozitivnih kursnih razlika na obavezama u stranoj valuti. Na rast ukupne profitabilnosti privrede u 2017. godini dodatno je uticalo smanjenje rashoda po osnovu otpisa ugroženih potraživanja ali i povećanje ostalog rezultata koje je po definiciji jednokratnog karaktera.

Analiza finansijskih performansi po pojedinim delatnostima

U drugoj celini fokus je stavljen na analizu finansijskih performansi po delatnostima. Analizom su obuhvaćene dve poslednje godine, 2016. i 2017. 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 sa izuzetkom sektora usluga smeštaja i hrane). Poseban naglasak će biti stavljen na analizu kretanja u prerađivačkoj industriji imajući u vidu da ona predstavlja jezgro industrije i ukupne privrede.

Analiza likvidnosti

U sektore koji su zabeležili najvidljiviji napredak u pogledu kratkoročne finansijske sigurnosti spadaju: rudarstvo, informisanje i komunikacije i građevinarstvo. U posmatranim sektorima došlo je do primetnog povećanja opšteg i rigoroznog racija likvidnosti. Ovakav rast likvidnosti se može smatrati kvalitetnim budući da je posledica istovremenog rasta oba navedena pokazatelja. Time se garantuje da poboljšanje kratkoročne finansijske sigurnosti nije isključiva posledica gomilanja zaliha kao najmanje likvidnog oblika obrtne imovine. Najprimetnije pogoršanje položaja likvidnosti u 2017. u odnosu na 2016. godinu karakteristično je za sektor snabdevanja električnom energijom i sektor saobraćaja i skladištenja.

Ukoliko umesto promene položaja likvidnosti, vršimo međusobno poređenje pojedinačnih sektora po ostvarenom nivou likvidnosti, kao kriterijum za poređenje koristimo rigorozni racio likvidnosti. Ovo stoga što on predstavlja stroži test u odnosu na opšti racio likvidnosti a pored toga nalazi se pod manjim uticajem granskih karakteristika. Najbolju poziciju kratkoročne finansijske sigurnosti u 2017. godini ostvarili su sektori informisanja i komunikacija (0,91) i rudarstva (0,79). Najniže vrednosti korišćenog pokazatelja prisutne su u sektoru usluga smeštaja i hrane (0,49) i sektoru snabdevanja električnom energijom (0,52). Međutim, treba naglasiti da se struktura monetarne imovine ova dva sektora razlikuje, te u tom smislu različito treba i interpretirati niske vrednosti rigoroznog pokazatelja likvidnosti. Za razliku od sektora snabdevanja električnom energijom kod kojeg 60% monetarne imovine čine potraživanja, u sektoru usluga smeštaja i hrane potraživanja predstavljaju 44% monetarne imovine, dok se ostatak odnosi na kratkoročne finansijske plasmane i gotovinu kao likvidnije oblike imovine. Pored toga, vreme naplate potraživanja u sektoru usluga smeštaja i hrane je 2,5 puta kraće u odnosu na sektor snabdevanja električnom energijom što dodatno govori u prilog boljoj poziciji likvidnosti u kojoj se ovaj sektor nalazi.

Ukoliko se fokusiramo na prerađivačku industriju kao jezgro privrede, možemo da primetimo da je opšti racio likvidnosti zabeležio značajnije povećanje u 2017. u odnosu na 2016. godinu i nalazi se tačno na nivou proseka privrede, dok je rigorozni racio likvidnosti ostao na gotovo istom nivou i ispod je privrednog proseka. Ovo

nas ponovo navodi na zaključak da je rast likvidnosti prevashodno posledica gomilanja zaliha kao najmanje likvidnog oblika obrtne imovine te u tom svetlu i treba interpretirati promenu likvidnosti u ovom sektoru. Ono što dodatno brine jeste stagniranje u pogledu brzine obrta zaliha kao i u pogledu perioda naplate potraživanja i izmirenja obaveza prema dobavljačima.

Analiza solventnosti

Prilikom analize promene položaja solventnosti pojedinačnih sektora, objedinjeno se posmatraju promene u raciju zaduženosti i raciju pokrića kamata poslovnim dobitkom. Sektori koji su ostvarili najznačajnije poboljšanje dugoročne finansijske sigurnosti jesu: rudarstvo, informisanje i komunikacije i trgovina na veliko i malo. Ako izuzmemo trgovinu na veliko i malo, možemo primetiti da su preostala dva sektora bila vodeća i u slučaju poboljšanja položaja likvidnosti kao i u pogledu apsolutnog nivoa likvidnosti u 2017. godini, što ih svrstava u sektore sa najboljom perspektivom u pogledu kratkoročne i dugoročne finansijske sigurnosti. Na smanjenje zaduženosti pozitivno je uticalo značajno povećanje sopstvenog kapitala nastalo kao posledica rasta neraspoređenog dobitka. Međutim, ono što treba imati u vidu jesu različiti izvori rasta neraspoređenog dobitka koji su identifikovani u gorepomenutim sektorima. U sektoru rudarstva ovaj rast je prvenstveno izazvan rastom poslovnog dobitka¹³, dok je u sektorima informisanja i komunikacija i trgovine na veliko i malo on posledica povećanja dobitaka iz finansiranja. U prilog jačanju pozicije solventnosti dodatno govori rast pokrivenosti kamata poslovnim dobitkom koji je identifikovan u sva tri sektora.

Najprimetniji pad solventnosti u 2017. u odnosu na 2016. godinu identifikovan je u sektorima poljoprivrede i snabdevanja električnom energijom. Iako je u oba sektora racio zaduženosti ostao na približno istom nivou sa tendencijom blagog pada, racio pokrića kamata, koji pokazuje sposobnost preduzeća da iz poslovnog dobitka pokriju rashode kamata, bio je u osetnom padu usled naglog smanjenja poslovnog dobitka.

Imajući u vidu da sam nivo zaduženosti sektora, izolovano posmatrano, ne otkriva puno o njegovoj solventnosti kao i da je njegova visina u velikoj meri granski opredeljena, za rangiranje sektora u pogledu dugoročne finansijske sigurnosti primat je dat raciju pokrića kamata. Polazeći od tog stanovišta, uz sve ostale nepromenjene uslove, u najsolventnije sektore u 2017. godini spadaju sektor informisanja i komunikacija (16,77) i sektor rudarstva (8,55). Visok nivo solventnosti pokazuju još i

¹³ Ovo posebno raduje budući da se ulaganja u istraživanje i razvoj, koja su u ovom sektoru od presudnog značaja za unapređenje dugoročnih finansijskih performansi, uglavnom finansiraju iz internih izvora.

sektor trgovine na veliko i malo (7,92) kao i sektor snabdevanja vodom (7,50), iako treba imati u vidu da je sektor trgovine na veliko i malo daleko zaduženiji u odnosu na sektor snabdevanja vodom. U najmanje solventne sektore u 2017. godini, uz sve ostale nepromenjene uslove, spadaju sektori građevinarstva (2,07) i usluga smeštaja i hrane (2,18) iako su u posmatranoj godini zabeležili rast pokrića kamata poslovnim dobitkom. U nisko solventne sektore za 2017. godinu ubraja se i poljoprivreda (2,82), mada bi trebalo imati u vidu da je niska vrednost racija pokrića kamata u sektoru poljoprivrede posledica drastičnog pada poslovnog dobitka smanjenog obima aktivnosti usled suše.

Ukoliko se posebno osvrnemo na prerađivačku industriju, imajući u vidu njen ranije pomenuti značaj, primećujemo da se zaduženost u 2017. u odnosu na 2016. godinu smanjila, što predstavlja pozitivnu tendenciju u pogledu dugoročne finansijske sigurnosti. Međutim, i pored toga, ovaj sektor spada u najzaduženije sektore, odmah iza trgovine na veliko i malo. Pokriće kamata poslovnim dobitkom ostalo je gotovo nepromenjeno (5,99) i nalazi se iznad proseka privrede (5,83) što je dobro imajući u vidu visok stepen zaduženosti na koji je prethodno ukazano.

Analiza profitabilnosti

U tri sektora koja su ostvarila najveći rast poslovne profitabilnosti u 2017. u odnosu na 2016. godinu spadaju redom: rudarstvo, usluge smeštaja i hrane i stručne i naučne delatnosti. Povećanju stope poslovnog dobitka u sektoru rudarstva najviše je doprineo rast poslovnih prihoda nastao kao posledica rasta cene nafte, naftnih derivata i industrijskih metala (aluminijum, bakar, gvožđe, itd.) kao i veća operativna efikasnost koja je omogućila da poslovni rashodi rastu po nižoj stopi u odnosu na poslovne prihode. Rastu profitabilnosti *core* biznisa u sektoru usluga smeštaja i hrane doprineo je veći rast poslovnih prihoda u odnosu na poslovne rashode. Pretpostavlja se da je povećanju poslovnih prihoda od 22,5% najviše doprineo porast broja turista, imajući u vidu da se prema podacima RZS broj dolazaka i noćenja turista u 2017. godini povećao za 10,5% u odnosu na 2016. Sektor naučne i stručne delatnosti zabeležio je rast stope poslovnog dobitka sa 6,15% u 2016. na 7,06% u 2017. godini što ovu delatnost čini jednom od profitabilnijih u realnom sektoru privrede Srbije.

Rast profitabilnosti osnovnog biznisa, mada u manjoj meri, identifikovan je u sektorima građevinarstva i trgovine na veliko i malo. Pretpostavlja se da su administrativne reforme iz 2015. godine koje su dovele do pojednostavljenja procedura u pogledu izdavanja građevinskih dozvola uz nastavak trenda pada kamatnih sto-

pa i rasta cena nekretnina, omogućili dalje poboljšanje profitabilnosti osnovnog biznisa sektora građevinarstva. Međutim, pretpostavlja se da je kašnjenje značajnih infrastrukturnih projekata dovelo do toga da rast ovog sektora bude manji od planiranog. Ukoliko se analizira sektor trgovine na veliko i malo može se zaključiti da rast profitabilnosti nije posledica većeg obima prodaje, budući da se koeficijent obrta robe u 2017. godini smanjio. Samim tim, izvore rasta profitabilnosti treba tražiti u nekim drugim faktorima kao što su: (1) kontrakcija asortimana i preusmeravanje prodaje na robu sa većom profitnom maržom i (2) jačanje dinara koje je dovelo do toga da uvozni proizvodi postanu jeftiniji, pri čemu, pad cena uvoznih proizvoda nije prenet na potrošače imajući u vidu da je indeks potrošačkih cena u 2017. godini iznosio 3% što je za 1,4 procentna poena više nego u 2016. godini.

Najveći pad poslovne profitabilnosti identifikovan je u sektoru snabdevanja električnom energijom. Osnovne uzroke naglog pada poslovnog dobitka u sektoru snabdevanja električnom energijom treba tražiti u rastu poslovnih rashoda koji nije bio praćen odgovarajućim rastom poslovnih prihoda. Rast poslovnih rashoda u ovom sektoru je prema izveštaju MMF-a posledica pada u proizvodnji električne energije, koji se pojavio početkom 2017. godine, a koji se nadomešćivao uvozom struje koji je u zimskim mesecima skuplji. Ovakvo stanje je posledica nepovoljnih vremenskih uslova ali i dugotrajnih slabosti u planiranju i upravljanju EPS-om. Pored toga, u cilju redovnog i sigurnog snabdevanja tarifnih kupaca nedostatak proizvodnje u hidroelektranama koji je nastao kao posledica suše nadomešćivao se skupljim izvorima energije i nabavkom struje na berzi gde su cene zabeležile značajan skok u 2017. godini

Pad profitabilnosti *core* biznisa identifikovan je i u sledećim sektorima: poljoprivreda; snabdevanje vodom; saobraćaj i skladištenje; informisanje i komunikacije i prerađivačka industrija, rangirano od sektora u kojem je zabeleženi najveći do sektora u kojem je zabeležen najmanji pad profitabilnosti. U sektoru poljoprivrede ovakva situacija je posledica drastičnog pada u obimu poljoprivredne proizvodnje usled ekstremno nepovoljnih agrometeoroloških uslova. U sektoru snabdevanja vodom pad profitabilnosti osnovne delatnosti uzrokovan je time što se potrošnja vode iz godine u godinu smanjuje i kod domaćinstava i kod privrede, pa se i prerada vode u skladu sa tim smanjuje. 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. Brži rast poslovnih rashoda u odnosu na poslovne prihode u sektoru saobraćaja i skladištenja posledica je rasta troškova goriva i energije od 14,5% do kojeg je

Tabela 1. Izabrani pokazatelji likvidnosti, solventnosti i profitabilnosti za pojedinačne sektore, 2016 – 2017.

	Pokazatelji likvidnosti				Pokazatelji solventnosti				Pokazatelji profitabilnosti			
	Opšti ratio likvidnosti		Rigorozni ratio likvidnosti		Ratio zaduženosti		Ratio pokriva kamata		Stopa poslovnog dobitka		Stopa neto dobitka	
	2016	2017	2016	2017	2016	2017	2016	2017	2016	2017	2016	2017
Poljoprivreda	0,95	0,98	0,57	0,57	0,79	0,74	4,27	2,82	5,8%	3,5%	2,6%	3,0%
Rudarstvo	0,95	1,1	0,72	0,79	1,84	1,56	3,3	8,55	7,5%	12,5%	5,4%	10,9%
Prerađivačka industrija	0,87	0,95	0,56	0,58	3,2	2,4	5,96	5,99	6,3%	6,0%	2,9%	5,6%
Snabdevanje el. energijom	0,68	0,63	0,57	0,52	0,69	0,67	6,36	5,19	11,9%	6,6%	3,3%	5,8%
Snabdevanje vodom	0,73	0,73	0,57	0,56	0,57	0,63	7,28	7,5	8,2%	6,3%	3,3%	3,8%
Građevinarstvo	0,88	0,94	0,54	0,59	1,75	1,82	1,55	2,07	3,6%	3,8%	2,3%	1,5%
Trgovina na veliko i malo	1,02	1,07	0,62	0,65	3,36	2,91	6,63	7,92	3,1%	3,6%	1,1%	2,4%
Saobraćaj i skladištenje	0,84	0,79	0,74	0,7	0,83	0,83	5,69	5,4	5,7%	5,1%	3,2%	3,7%
Usluge smeštaja i hrane	0,65	0,63	0,51	0,49	1,81	1,91	1,76	2,18	2,6%	3,6%	4,5%	2,8%
Informisanje i komunikacije	0,95	1,03	0,83	0,91	2,04	1,87	13,55	16,77	12,2%	11,8%	8,4%	11,4%
Stručne i naučne delatnosti	0,91	0,94	0,75	0,76	1,66	1,69	5,36	6,61	6,1%	7,1%	5,8%	6,2%

Izvor: Proračun autora na bazi podataka APR

došlo usled povećanja cene nafte i naftnih derivata na svetskom tržištu. U sektoru informisanja i komunikacija došlo je do vrlo blagog smanjenja stope poslovnog dobitka. Prema izveštaju RATEL-a, na tržištu Srbije, za razliku od tržišta EU, prihodi i dalje rastu ali je moguće da se manje stope rasta prihoda mogu objasniti trendovima koji su prisutni na tržištima zemalja Evropske unije. 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.

Ukoliko umesto relativne promene poslovne profitabilnosti u 2017. u odnosu na 2016. godinu, posmatramo visinu stopa poslovnog dobitka po pojedinim sektorima možemo da primetimo da su najviše stope poslovnog dobitka ostvarene u sektorima Rudarstva (12,46%) i Informisanja i komunikacije (11,81%), dok su najniže stope poslovnog dobitka zabeležene u sektoru Poljoprivrede (3,53%) i sektoru Trgovine na veliko i malo (3,56%).

Kod svih sektora zabeležen je rast stope neto dobitka, prevažno uslovljen dejstvom egzogenih faktora, pri čemu je najveći rast identifikovan u sektorima usluge smeštaja i hrane, rudarstva i građevinarstva. Najveće stope neto dobitka zabeležene su u sektorima informisanja i komunikacija (11,42%) i rudarstva (10,92%). Zanimljivo je da su ova dva sektora zamenila prva dva mesta u odnosu na malopredašnju situaciju kada je rangiranje vršeno prema stopi poslovnog dobitka. Objasnjenje leži u većoj zaduženosti sektora informisanja i komunikacija u odnosu na sektor rudarstva te u posledično većem uticaju pozitivnih kursnih razlika na neto rezultat sektora informisanja i komunikacija u odnosu na sektor rudarstva. Najniže stopa neto dobitka identifikovane su u sektorima građevinarstva (1,48%) i trgovine na veliko i malo (2,40%).

Iako je u prerađivačkoj industriji poslovni dobitak apsolutno gledano porastao u 2017. u odnosu na 2016. godinu, njegovo učešće u poslovnim prihodima (stopa poslovnog dobitka) smanjeno je sa 6,31% na 5,98%.

Međutim, treba naglasiti da je u ovom sektoru identifikovan najblaži pad poslovne profitabilnosti u odnosu na sve sektore koji su zabeležili pad stope poslovnog dobitka. Osnovni uzrok bržeg rasta poslovnih rashoda u odnosu na poslovne prihode treba tražiti u skoku cena sirovina, pogotovo za onaj deo prerađivačke industrije koji kao osnovne sirovine koristi naftu i naftne derivate i poljoprivredne proizvode. Za razliku od stope poslovnog dobitka koja je tokom 2017. godine doživela pad, učešće neto dobitka u poslovnim prihodima je poraslo sa 2,93% na 5,56%. Kao što je više puta do sada naglašeno ovakav disparitet između rasta poslovnog i rasta neto rezultata javio se kao posledica povećanja dobitaka iz finansiranja. Na nivou prerađivačke industrije pozitivne kursne razlike su u 2017. godini bile za čak 200% veće u odnosu na 2016. godinu. Pored toga, gotovo trećinu neto rezultata čine ostali prihodi koji nastaju kao posledica prodaje imovine iznad njene knjigovodstvene vrednosti i koji su po definiciji jednokratnog karaktera.

Analiza finansijskih performansi u zavisnosti od veličine preduzeća

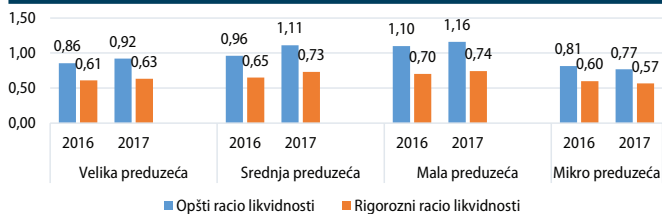
U trećoj celini analiziraju se performanse u zavisnosti od veličine preduzeća. Ovo kako bi se utvrdilo da li u pogledu navedenih karakteristika postoje značajne razlike između preduzeća u zavisnosti od njihove veličine.

Analiza likvidnosti

Osim mikro preduzeća, sve ostale grupe preduzeća klasifikovane po veličini ostvarile su poboljšanje u pogledu položaja kratkoročne finansijske sigurnosti. Iako su relativno gledano srednja preduzeća zabeležila najznačajnije poboljšanje u pogledu položaja likvidnosti, apsolutno gledano najveće vrednosti odabranih pokazatelja i u 2016. i u 2017. godini ostvarila su mala preduzeća. Likvidnost velikih preduzeća u 2017. godini bila je na sličnom nivou kao u 2016. godini uz tendenciju blagog poboljšanja. Nivo likvidnosti velikih preduzeća je nešto

ispod proseka privrede i ispod nivoa likvidnosti malih i srednjih preduzeća. Ono što se u budućnosti može pozitivno odraziti na likvidnost velikih preduzeća jeste skraćivanje perioda obrta zaliha i naplate potraživanja od kupaca po kojima ova grupa preduzeća prednjači u odnosu na ostale grupe preduzeća. Takođe, ono što je primećeno kod velikih preduzeća, a što se u budućnosti može pozitivno odraziti na likvidnost celokupne privrede, jeste blago poboljšanje finansijske discipline koje se ogleda u skraćivanju perioda koji protekne od trenutka nastanka do trenutka izmirenja obaveza prema dobavljačima (skraćenje od 19 dana).

Grafikon 6. Likvidnost realnog sektora posmatrana po veličini preduzeća, 2016 – 2017.



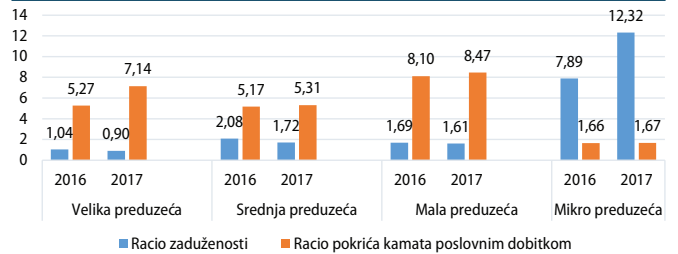
Izvor: Proračun autora na bazi podataka APR

Analiza solventnosti

Sudeći po kretanju odabranih pokazatelja solventnosti, možemo da zaključimo da je kod velikih preduzeća identifikovano najznačajnije poboljšanje u pogledu dugoročne finansijske sigurnosti u periodu 2016 - 2017. Jačanje položaja solventnosti prisutno je i kod srednjih i malih preduzeća. Zaduženost srednjih preduzeća je smanjena u 2017. godini ali se i dalje nalazi blago iznad proseka privrede. Pokriće rashoda kamata poslovnim dobitkom je povećano u 2017. godini, međutim, i pored toga se ovaj pokazatelj nalazi ispod privrednog proseka. Zaduženost malih preduzeća je smanjena u 2017. godini i nalazi se ispod proseka privrede. Pokriće rashoda kamata poslovnim dobitkom je povećano sa 8,10 u 2016. na 8,47 u 2017. godini. Ovako visoke vrednosti navedenog pokazatelja pozicioniraju mala preduzeća daleko iznad privrednog proseka i svrstavaju ih u najsolventniju grupu preduzeća. Mikro preduzeća, ne samo da su najmanje likvidna, već su i ubedljivo najmanje solventna. Pokazatelj zaduženosti je značajno povećan u 2017. (12,32) u odnosu na 2016. (7,89). Ovako visoke vrednosti racija zaduženosti su krajnje zabrinjavajuće i upućuju na zaključak da su mikro preduzeća mahom prezadužena. Podatak da je gubitak iznad visine kapitala koji je iskazan u 2017. godini na nivou svih mikro preduzeća (858 milijardi dinara) veći od zbira gubitaka iznad visine kapitala svih ostalih preduzeća (686 milijardi dinara) dovoljno govori o problematičnoj poziciji u kojoj se ova grupacija preduzeća nalazi. Racio pokrića kamata poslovnim dobitkom ostao je nepromenjen u

dve posmatrane godine. Sa vrednošću ovog pokazatelja od 1,67 ova grupa preduzeća potvrđuje lošu perspektivu dugoročne finansijske sigurnosti.

Grafikon 7. Solventnost realnog sektora posmatrana po veličini preduzeća, 2016 – 2017.



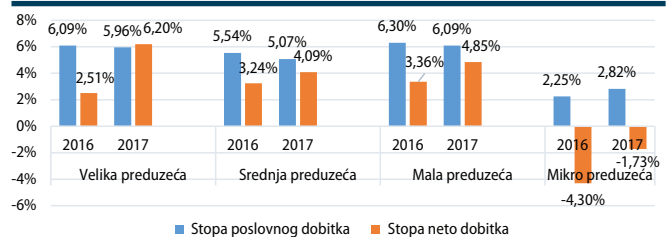
Izvor: Proračun autora na bazi podataka APR

Analiza profitabilnosti

Ono što je zanimljivo jeste da su mikro preduzeća jedina koja su ostvarila rast profitabilnosti osnovne delatnosti u 2017. godini. Međutim, i pored toga, ova preduzeća su u obe posmatrane godine imala najnižu stopu poslovnog dobitka i jedina iskazala negativan neto rezultat što je za posledicu imalo negativne stope neto dobitka, od -4,3% u 2016. i -1,73% u 2017. godini. Sve ostale grupe preduzeća zabeležile su blagi pad poslovne profitabilnosti u periodu 2016 – 2017. Najveća stopa poslovnog dobitka u 2017. godini identifikovana je kod grupe malih preduzeća (6,09%). Dakle, grupa malih preduzeća ne samo da je najlikvidnija i najsolventnija već ostvaruje i najveći nivo „zdrave“ profitabilnosti.

Sve grupe preduzeća zabeležile su rast stope neto dobitka. Najveći skok neto profitne marže ostvarila su velika preduzeća. Ova grupa preduzeća je ostvarila toliko značajan skok stope neto dobitka da je od treće pozicije u 2016. godini izbila na prvu poziciju u 2017. u pogledu vrednosti ovog pokazatelja. Takođe treba istaći da je ova grupa preduzeća prisutna nesvakidašnja situacija da je stopa neto profitne marže u 2017. godini (6,2%) bila veća od stope poslovnog dobitka (5,96%) što bi značilo da su ostale komponente rezultata dodatno uvećale poslovni dobitak te je neto dobitak u 2017. godini bio veći od poslovnog dobitka.

Grafikon 8. Profitabilnost realnog sektora posmatrana po veličini preduzeća, 2016 – 2017.



Izvor: Proračun autora na bazi podataka APR

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://www.ratel.rs>
8. <http://www.stat.gov.rs/>