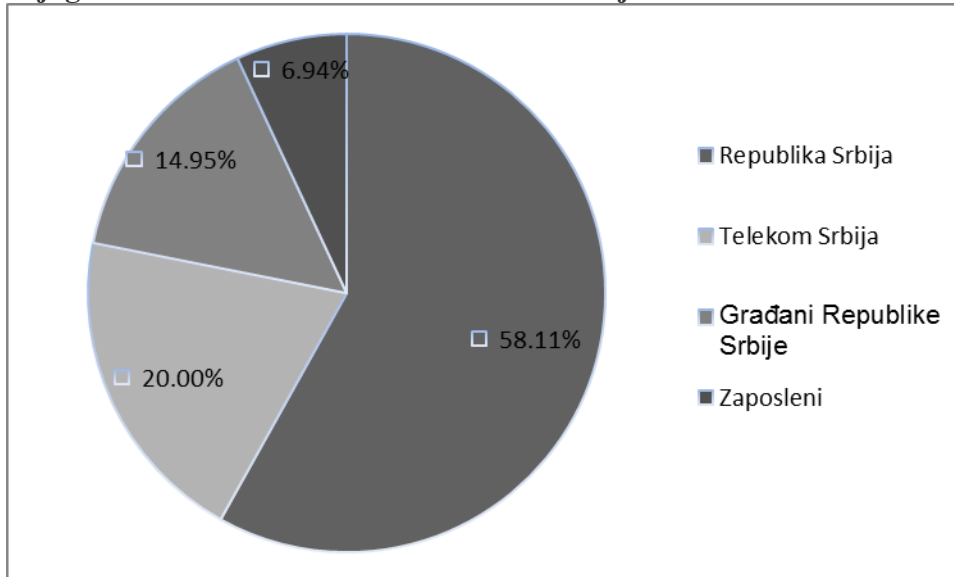


VREDNOVANJE KOMPANIJE: TELEKOM SRBIJA AD BEOGRAD

Vlasnička struktura

Autor: mr Draženko Lukač

Dijagram 1 Vlasnička struktura običnih akcija na dan 27.08.2012



Sadržaj:

Indikatori makroekonomske pozicije Srbije	3
Profil preduzeća	3
Ukupne investicije	5
Bilans stanja	5
Bilans uspeha.....	7
Izveštaj o novčanim tokovima	8
Ključni racio brojevi	9
Racia likvidnosti	9
Racia solventnosti	10
Racia efikasnosti	11
Racia profitabilnosti	12

DuPont sistem analize profitabilnosti	13
Analiza neto obrtnog kapitala	14
Analiza novčanih tokova	14
<i>Pokazatelji performansi zasnovani na novčanim tokovima</i>	14
<i>Pokazatelji pokrića zasnovani na novčanim tokovima</i>	15
Analiza kvaliteta finansijskih izveštaja	16
Akrual racio	16
<i>Analiza crvenih indikatora</i>	16
<i>Analiza kretanja prihoda i potraživanja</i>	18
<i>Beneish-ov Model</i>	18
Vrednovanje	19
<i>F_Score</i>	19
<i>Relativno vrednovanje</i>	20
<i>Diskontovanje slobodnih novčanih tokova</i>	23
<i>Zaključno vrednovanje</i>	26
Appendix	

Indikatori makroekonomske pozicije Srbije

Tabela 1: Realne stope rasta BDP, u %

Zemlja/ godina	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Albanija	0,5	1,7	2,5	2,5	2,5	2,5
Bugarska	0,8	1,5	2,5	3,5	4,5	4,5
Hrvatska	-0,5	1,0	1,5	2,0	2,5	2,5
Rumunija	1,5	3,0	3,7	4,0	4,0	4,0
Srbija	0,5	3,0	4,0	4,0	4,0	3,5

Izvor: IMF World Economic Outlook April 2012

Tabela 2: Osnovni indikatori makroekonomske pozicije

Spoljni dug/BDP		79,3% Maj 2012
Spoljni dug/izvoz robe i usluga		209,8% Maj 2012
Spoljni dug	24,189 (u milionima evra)	Maj 2012
Devizne rezerve	10,172 (u milionima evra)	Maj 2012
Nezaposlenost	25,5%	April 2012
Javni dug/BDP	54,4%	Maj 2012

Izvor: www.nbs.rs

Profil preduzeća

Telekom Srbija Grupa obuhvata matično privredno društvo „Telekom Srbija“ a.d. i njegova zavisna privredna društva: „Telekom Srpske“ a.d., „m:tel“ d.o.o., „Telus“ a.d., „FiberNet“ d.o.o., TS:NET BV i HD WIN (četiri TV kanala Arena Sport).

Učešće „Telekom Srbija“ a.d. u kapitalu zavisnih privrednih društava na dan 31. decembra 2011. godine je:

- „Telekom Srpske“ a.d., Banja Luka 65%
- „m:tel“ d.o.o., Podgorica 51%
- „Telus“ a.d., Beograd 100%
- „FiberNet“ d.o.o., Podgorica 100%
- TS:NET BV, Amsterdam 100%

Telekomunikacije Republike Srpske a.d. - osnovna delatnost ove kompanije je pružanje telekomunikacionih usluga u oblasti fiksne i mobilne telefonije u domaćem i međunarodnom saobraćaju, Interneta kao i multimedijalnih usluga, kao i brojnih drugih telekomunikacionih usluga.

Vlasnička struktura zavisnog preduzeća je sledeća:

- „Telekom Srbija“ a.d. 65%
- ZIF Zepter fond, Banja Luka 5%
- Fond za penziono – invalidsko osiguranje RS 10%
- Fond za restituciju Republike Srpske 5%
- Ostali akcionari 15%

„m:tel“ d.o.o. Podgorica - osnovna delatnost je pružanje telekomunikacionih usluga u oblasti mobilne i fiksne bežične telefonije, kao i Internet usluga.

Vlasnička struktura kapitala zavisnog preduzeća po osnovu dokapitalizacije:

- „Telekom Srbija“ a.d. 51%

- „Telekom Srpske“ a.d. 49%

„Telus“ a.d. - je privredno društvo za održavanje i obezbeđivanje objekata, imovine i druge povezane pomoćne usluge.

„Fibernet“ d.o.o. - je osnovano kao društvo sa ograničenom odgovornošću čija je osnovna delatnost izgradnja, posredovanje, eksploatacija i održavanje transportne i telekomunikacione mreže, kao i pružanje telekomunikacionih servisa.

TS:NET BV - je zavisno privredno društvo osnovano u formi zatvorenog akcionarskog društva sa ograničenom odgovornošću čija je osnovna delatnost iznajmljivanje telekomunikacione opreme i obavljanje drugih pratećih delatnosti u cilju stvaranja uslova za izgradnju i eksploataciju međunarodne transportne mreže.

HD WIN (četiri TV kanala Arena Sport) – je privredno društvo ko uređuje i emituje najgledaniji sportski sadržaj na četiri TV kanala na Areni Sport. „Telekom Srbija“ a.d. je postao prvi telekomunikacioni operator u Srbiji koji će, pored distribucije, imati značajnu ulogu i u proizvodnji multimedijalnih sadržaja.

Tabela 3: Učešće pojedinih članova Grupe u ukupnim poslovnim prihodima Grupe 2011

Telekom Srbija	76%
Telekom Srpske	20%
Mtel	3%
Ostali	1%

Tabela 4: Tržišno učešće u 2011 prema broju korisnika

	<i>Fiksna telefonija</i>	<i>Mobilna telefonija</i>	<i>ADSL</i>
Telekom Srbija	99,8%	53,5%	79,6%
Telenor		30,5%	
VIP Mobile		16,0%	
Orion Telekom	0,2%		
Ostali			20,4%
Ukupno	100%	100%	100%

Ukupne investicije

<i>U milionima RSD</i>	<i>2011</i>	<i>Stopa rasta</i>	<i>2010</i>
Telekom Srbija	10,805	-32,3%	15,950
Telekom Srpske	2,992	-13,1%	3,442
Mtel	265	143,3%	109
Fibernet	41	82,7%	240
HD Win	9		
Ukupno	14,113	-28,6%	19,764

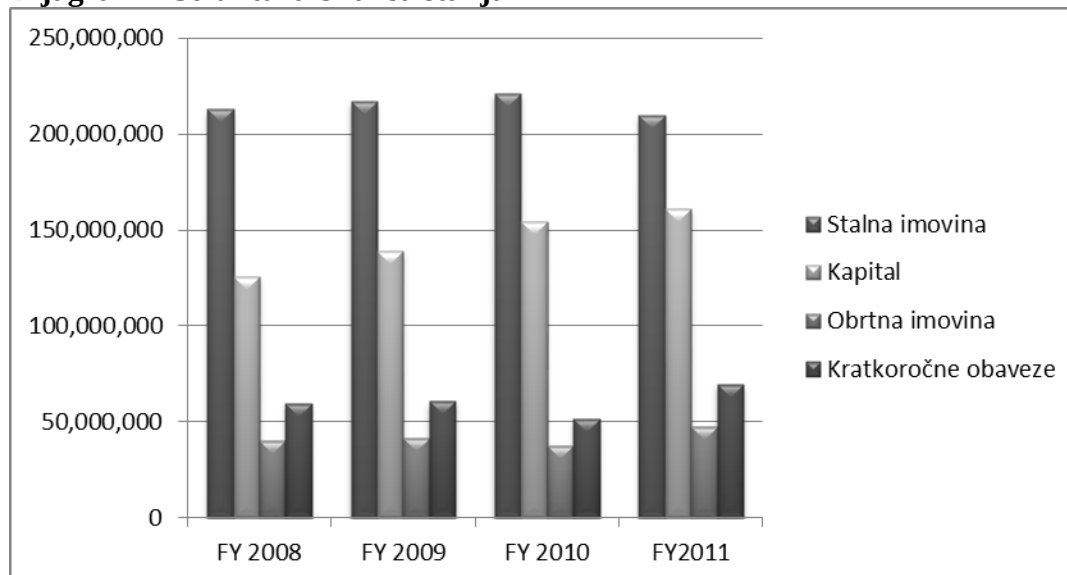
Napomene: Investicije društva iz kojih su isključene međusobne poslovne transakcije. Investicije zavisnog društva HD Win odnose se na period avgust – decembar 2011.

<i>U milionima RSD</i>	<i>2011</i>	<i>Stopa rasta</i>	<i>2010</i>
Fiksna telefonija	5,072	-23,9%	6,664
Mobilna telefonija	3,813	-27,0%	5,225
Internet i multimedija	1,411	-53,5%	3,032
Investicije u IT	1,896	6,8%	1,767
Investicije u logističku podršku	1,931	-37,2%	3,076
Ukupno	14,113	-28,3%	10,764

Bilans stanja za Telekom Srbija a.d Beograd u 000 RSD			
	FY 2009	FY 2010	FY2011
Aktiva			
Gotovinski ekvivalentni i gotovina	14,384,798	9,785,260	17,941,876
Kratkoročni finansijski plasmani	1,496,004	1,828,258	2,294,858
Potraživanja	15,365,788	15,069,928	15,245,397
Zalihe	7,592,319	8,017,574	7,888,831
Ostala obrtna imovina	2,995,948	3,126,676	3,976,938
Obrtna imovina	41,834,857	37,827,696	47,347,900
Rast	4.13%	-9.58%	25.17%
Dugoročni finansijski plasmani	1,516,000	1,635,567	2,228,707
Nekretnine, postrojenja, oprema i biološka sredstva	154,040,176	155,113,986	145,086,162
Ostala dugoročna imovina	61,716,385	64,477,906	62,482,332
Stalna imovina	217,272,561	221,227,459	209,797,201
Ukupna Aktiva	259,107,418	259,055,155	257,145,101
Obaveze & akcionarski kapital			
Obaveze iz poslovanja	11,209,215	7,196,213	8,099,790
Kratkoročne finansijske obaveze	31,746,887	25,042,217	33,097,673
Ostale kratkoročne obaveze	17,825,239	19,636,321	28,604,354

Kratkoročne obaveze	60,781,341	51,874,751	69,801,817
Rast	1.63%	-14.65%	34.56%
Dugoročni krediti	52,949,662	47,374,184	22,264,552
Dugoročna rezervisanja	2,710,570	2,614,108	2,229,581
Ostale dugoročne obaveze	2,454,986	2,072,599	1,103,403
Dugoročne obaveze	55,404,648	49,446,783	23,367,961
Ukupne obaveze	118,896,559	103,935,702	95,399,359
Rast	-6.83	-12.58%	-8.21%
Osnovni i ostali kapital	82,521,140	82,521,140	82,521,742
Neraspoređeni dobitak & ostali kapital	56,632,427	71,688,414	78,700,863
Kapital	139,153,567	154,209,554	161,222,605
Rast	10.49%	10.82%	4.55%
Ukupna pasiva	260,183,900	260,321,875	258,617,922

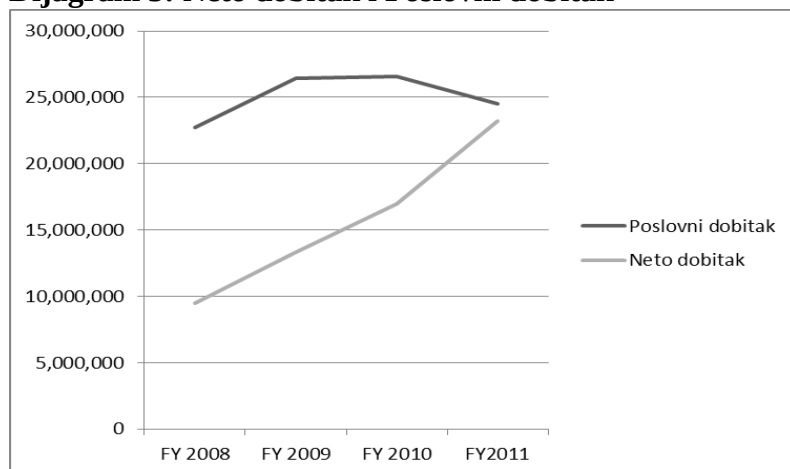
Dijagram 2 Struktura bilansa stanja



Preduzeće predmet analize nema ispoštovana elementarna pravila finansiranja jer su njegove kratkoročne obaveze veće od obrtne imovine. Njegov neto obrtni kapital je negativan. Sigurni smo i da je ovakva finansijska struktura opravdana i njegovim monopolskim položajem pre svega u fiksnoj telefoniji. Dodatno dugoročno zaduživanje na početku 2012. Koji je u najvećoj meri preduzeto zbog otkupa sopstvenih akcija menja strukturu dugoročnog kapitala preduzeća. Okup sopstvenih akcija je korporativna odluka koja obično stvara dodatnu vrednost ali u slučaju da je taj otkup izvršen suviškom gotovine. Pored toga kretanje kursa dinara u ovoj godini utiče da to dodatno zaduživanje ima negativan uticaj na dobitna ostvarenja preduzeća kroz kursne razlike..

Bilans uspeha za Telekom Srbija a.d Beograd u 000 RSD (izuzev po akciji)			
Dan bilansa	FY 2009 31/12/2009	FY 2010 31/12/2010	FY2011 31/12/2011
Poslovni prihodi	110,268,711	112,848,038	114,096,820
Rast	4,66%	2,34%	1,11%
Troškovi materijala i robe	6,571,582	7,325,308	8,122,124
Rast	n/a¹	11,47%	10,88%
Bruto dobitak	103,697,129	105,522,730	105,974,696
Operativni troškovi	77,582,278	78,949,613	81,425,452
Rast	n/a	1,76%	3,14%
Poslovni dobitak	26,474,851	26,573,117	24,549,244
Finansijski prihodi	3,248,469	3,727,575	4,377,151
Finansijski rashodi	11,829,055	10,836,643	3,763,795
Ostali prihodi (rashodi)	-3,597,727	-1,447,877	-445,084
Neto dobitak	13,313,563	16,985,194	23,229,006
Rast	40,46%	27,58%	36,76%
Osnovna zarada po akciji	13,31	16,99	23,23
Razvodnjena zarada po akciji	13,31	16,99	23,23

Dijagram 3: Neto dobitak i Poslovni dobitak



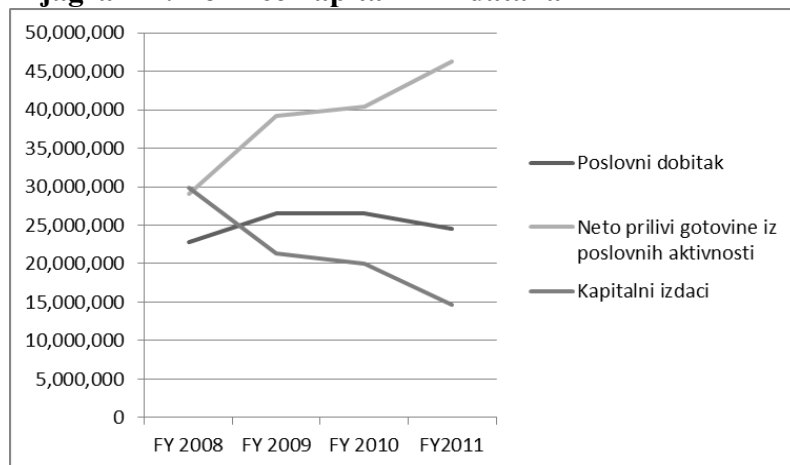
U posmatranom periodu dolazi do približavanja neto dobitka poslovnom dobitku što je pre svega posledica kretanja kursa evra u tom periodu i smanjenja dugoročne zaduženosti. U 2012 ćemo imati veće finansijske rashode zbog pada dinara i povećanja dugoročne zaduženosti. Zbog ovakvih kretanja potrebno je veću težinu staviti na poslovni dobitak.

U 2011 imamo pad poslovnog dobitka od 7,62%. U istom periodu imamo pad finansijskih rashoda od 65,27%

¹ Zbog neuporedivosti dostupnih bilansnih šema za 2008 i 2007 nismo računali stope rasta za troškove materijala i robe, i operativne troškove.

Cash Flow za Telekom Srbija a.d Beograd			
u 000 RSD (izuzev po akciji)	FY 2009	FY 2010	FY2011
Dan bilansa	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011
Tokovi gotovine iz poslovnih aktivnosti			
Prodaja i primljeni avansi	125,292,593	130,446,124	131,818,612
Ostali prihodi iz redovnog poslovanja	1,168,057	926,210	1,185,636
Isplate dobavljačima i dati avansi	52,132,820	55,840,597	52,281,460
Zarade, naknade zarada i ostali lični rashodi	18,580,676	18,182,996	20,587,441
Plaćene kamate	3,892,479	2,674,709	2,023,141
Porez na dobitak	1,314,182	1,461,983	1,259,631
Plaćanja po osnovu ostalih javnih rashoda	11,201,773	12,754,988	10,512,676
Neto prilivi gotovine iz poslovnih aktivnosti	39,238,720	40,457,061	46,239,899
Rast	34.93%	3.10%	14.29%
Novčani tokovi iz aktivnosti investiranja			
Prodaja akcija i udela (neto priliv)			
Prodaja nematerijalnih ulaganja, nekretnina, postrojenja, opreme i bioloških sredstava	11,815	11,049	9,727
Primljene kamate iz aktivnosti investiranja	871,394	870,491	949,257
Primljene dividende			
Kupovina akcija i udela (neto odliv)	89,990	408	1,185
Kupovina nematerijalnih ulaganja, nekretnina, postrojenja, opreme i bioloških sredstava	21,374,037	20,047,772	14,616,823
Rast	-28.58%	-6.21%	-27.09%
Ostali finansijski plasmani	73,685	137,455	-330,323
Neto novčani tok iz investicionih aktivnosti	20,417,143	19,028,727	13,988,162
Novčani tokovi iz aktivnosti finansiranja			
Isplaćene dividende	6,627,383	8,521,561	6,384,293
Dugoročni i kratkoročni krediti (neto odlivi)	6,905,554	12,665,258	18,867,788
Uvećanje osnovnog kapitala			
Otkup sopstvenih akcija i udela			
Ostale finansijske aktivnosti			
Neto novčani tok iz finansijskih aktivnosti			
Neto priliv (odliv) gotovine i gotovinskih ekvivalenata	5,288,640	241,470	7,844,078
Gotovina na početku obračunskog perioda	13,202,314	14,384,798	9,785,260
Pozitivne (negativne) kursne razlike	-4,106,156	-4,841,003	312,538
Gotovina na kraju obračunskog perioda	14,384,798	9,785,260	17,941,876

Dijagram 4: Pokriće kapitalnih izdataka



Preduzeće u celom posmatranom periodu ima neto prilive gotovine iz poslovnih aktivnosti koji prevazilaze kapitalne izdatke, što doprinosi očuvanju finansijske fleksibilnosti i finansijsko-struktura ne može biti zbog toga narušena. Drugi je problem što dolazi do pada investicija u posmatranom periodu i što preduzeće zbog svoje tržišne pozicije

ima bržu naplatu potraživanja nego što je to slučaj sa brzinom njegovog izmirivanja obaveza prema dobavljačima. Iz ovih razloga preduzeće ima znatno veće neto novčane tokove iz poslovnih aktivnosti od novčanih odliva za kapitalne investicije

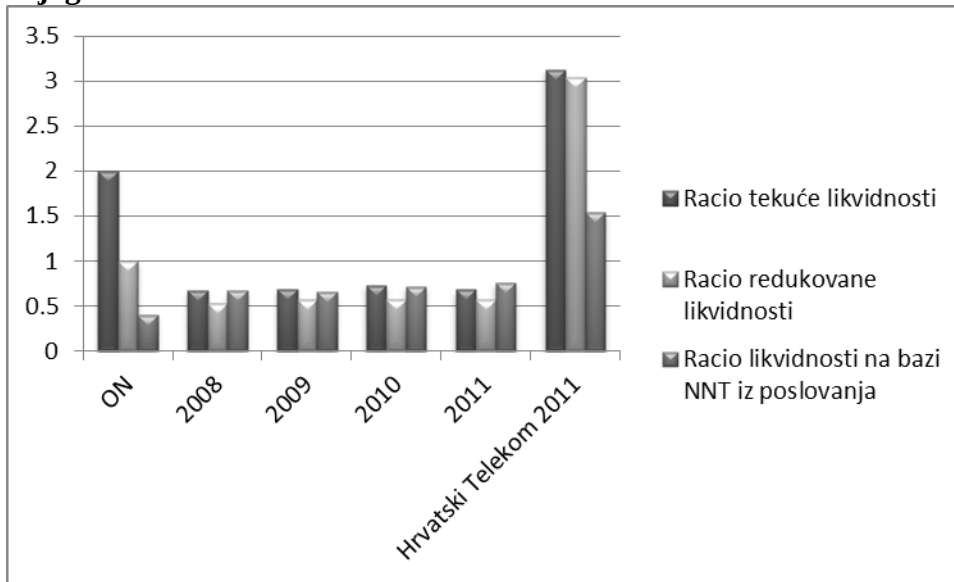
Ključni racio brojevi

Racia likvidnosti

Naziv racia	ON	2008	2009	2010	2011	Hrvatski Telekom 2011	Vivacom 2011
Racio tekuće likvidnosti	2	0,67	0,69	0,73	0,68	3,13	0,28
Racio redukovane likvidnosti	1	0,53	0,56	0,57	0,57	3,04	0,25
Racio likvidnosti na bazi NNT iz poslovanja	0,4	0,67	0,65	0,72	0,76	1,54	0,24

U celom posmatranom periodu imamo racio tekuće likvidnosti znatno ispod orjentacione normale. On je nešto manje ispod orjentacionalne normale kod racia redukovane likvidnosti nego što je to slučaj sa raciom tekuće likvidnosti. Ova dva racia ne stvaraju baš povoljnu sliku o likvidnosti preduzeća predmeta analize. Ta slika je donekle popravljen uvidom u racia likvidnosti na bazi neto novčanih tokova iz poslovnih aktivnosti koji je u celom posmatranom periodu veći od orjentacione normale. Ali ne zaboravimo čime je u velikoj meri određena veličina novčanih tokova iz poslovnih aktivnosti.

Dijagram 5: Racia likvidnosti



Racia solventnosti

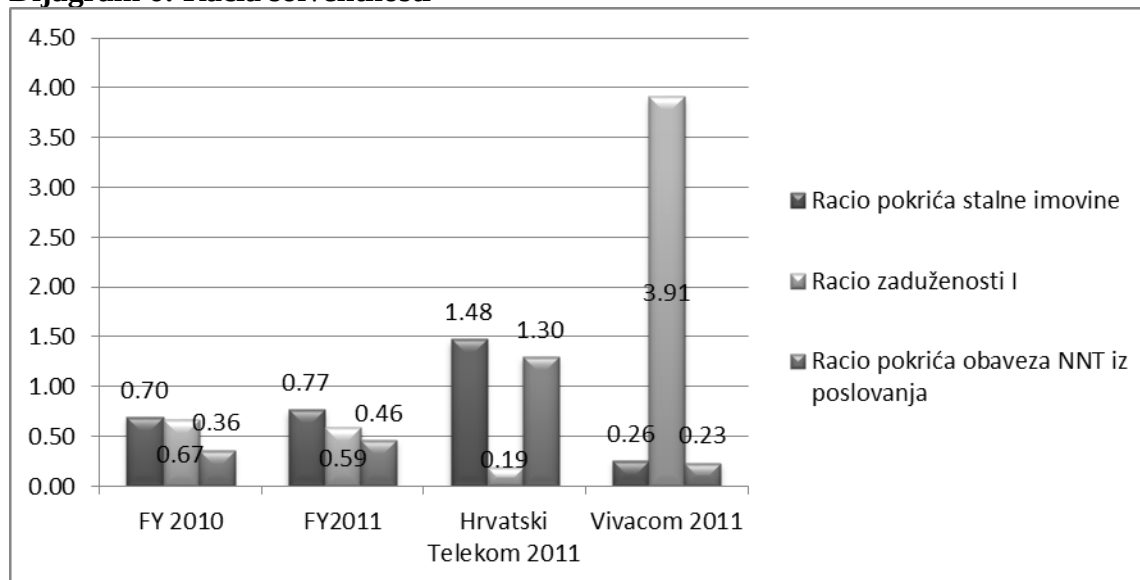
Naziv racia	ON	2008	2009	2010	2011	Hrvatski Telekom 2011	Vivacom 2011
Racio pokrića stalne imovine	1	0,59	0,64	0,70	0,77	1,48	0,26
Racio pokrića realne imovine	1	0,86	0,87	0,89	0,84	1,46	0,28
Racio zaduženosti I	1	1,01	0,85	0,67	0,59	0,19	3,91
Racio zaduženosti II	-	0,54	0,42	0,34	0,16	0,03	0,13
Racio pokrića kamata zaradom	5 do 7	4,36	6,80	9,93	12,13	1102,50	0,76 ²
Racio pokrića kamata NNT iz poslovanja	-	5,58	10,08	15,13	22,86	1494,00	7,94
Racio pokrića obaveza NNT iz poslovanja	0,20	0,24	0,32	0,36	0,46	1,30	0,23

Preduzeće predmet ima negativan neto obrtni fond. Priroda njegove delatnosti iziskuje veliki obim stalne imovine i ta imovina nije pokrivena odgovarajućim kapitalom po ročnosti. Deo te imovine je pokriven sa kratkoročnim kapitalom. Racia zaduženosti su ispod orjentacione normale što upućuje na postojanje potencijala za dodatnu upotrebu leveridža, ali to bi trebao samo da

² Racia pokrića su računata na osnovu podatka o troškovima kamata iz bilansa uspeha. Za preduzeće predmet analize kao i za Hrvatski Telekom se koristila pozicija iz izveštaja o novčanim tokovima (plaćene kamate).

bude učinjeno pomoću dugoročnog pozajmljenog kapitala. Potrebno je izvršiti restrukturiranje pasive u pravcu konvertovanja kratkoročnog pozajmljenog kapitala u dugoročni. Racio pokrića kamata zaradom u celom posmatranom periodu raste što uz još veći racio pokrića kamata NNT iz poslovnih aktivnosti doprinosi boljoj slici o solventnosti analiziranog preduzeća. Racio pokrića obaveza NNT iz poslovanja se takođe poboljšava u celom posmatranom periodu i on je iznad orjentacione normale što dodatno osnažuje dugoročnu finansijsku sigurnost preduzeća.

Dijagram 6: Racia solventnosti



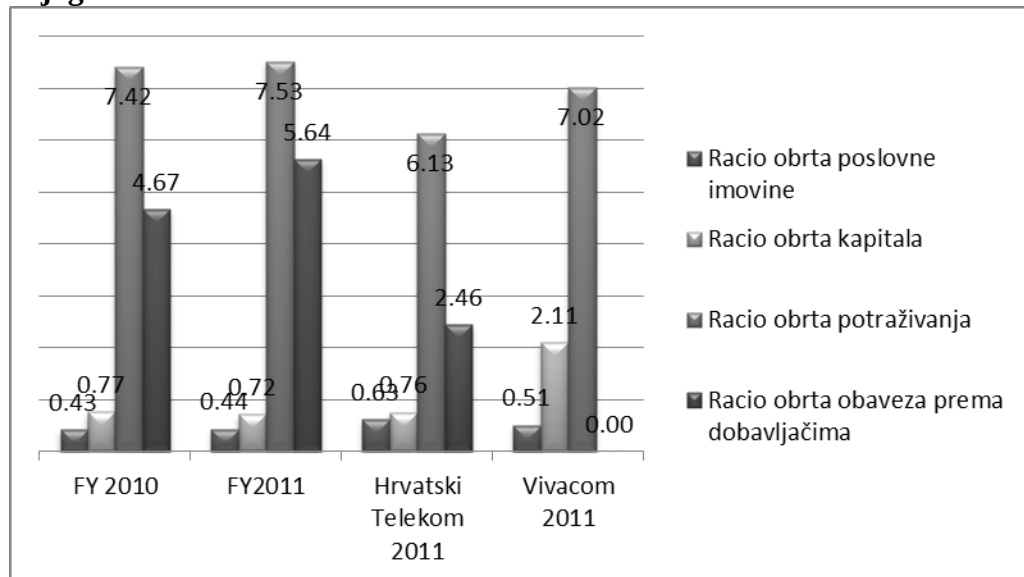
Racia efikasnosti upravljanja imovinom i kapitalom

Naziv racia	2008	2009	2010	2011	Hrvatski Telekom 2011	Vivacom 2011
Racio obrta						
poslovne imovine	0,52	0,47	0,43	0,44	0,63	0,51
Racio obrta fiksne imovine	0,73	0,73	0,73	0,76	1,36	0,86
Racio obrta kapitala	0,88	0,83	0,77	0,72	0,76	2,11
Racio obrta obrtne imovine	2,95	2,69	2,83	2,68	1,49	2,69
Racio obrta zaliha	12,20	13,96	7,42	14,35	42,80	29,68
Racio obrta potraživanja	8,22	7,54	7,42	7,53	6,13	7,02
Racio obrta obaveza prema dobavljačima	N/A	3,55	4,67	5,64	2,46	N/A

Karakteristika preduzeća iz telekomunikacijskog sektora je relativno nizak obrt poslovne imovine.. Iz tabele vidimo da Telekom Srbija ima racia obrta poslovne imovine, fiksne imovine i kapitala niža od uporedivih preduzeća. U obrtu fiksne imovine znatno zaostaje za uporedivim preduzećem Hrvatski Telekom što svakako signalizira potrebu za analizom ovakvog stanja i preduzimanje odgovarajućih mera za poboljšanje efikasnosti poslovanja. Dodatna zabrinjavajuća

okolnost je pad racia obrta kapitala u toku celog posmataranog perioda. Ono što je dobro je da preduzeće predmet analize ima bolji obrt potraživanja od uporedivih preduzeća. Visok koeficijent obrta potraživanja ima pozitivan uticaj na likvidnost preduzeća.

Dijagram 7: Racia efikasnosti



Racia profitabilnosti

Naziv racia	2008	2009	2010	2011	Hrvatski Telekom 2011	Vivacom 2011
Stopa bruto dobitka u %	N/A	62,16	61,88	62,17	57,77	N/A
Stopa poslovnog dobitka u %	21,58	24,01	23,55	21,52	26,35	3,32
Stopa neto dobitka u %	9,00	12,07	15,05	20,36	21,64	0,81
ROA u %	4,66	5,63	6,53	8,95	13,58	0,42
ROE u %	7,91	10,04	11,58	14,73	16,41	1,71

Zbog velikih promena u kursu dinara u posmatranom periodu a s obzirom da je preduzeće predmet izloženo dejstvu kursnih razlika na neto dobitak potrebno je posvetiti veću pažnju stopi poslovnog dobitka u odnosu na stopu neto dobitka. Vidimo da u poslednje dve godine dolazi do njenog pada i ona zaostaje za istim ostvarenjem uporedivog preduzeća Hrvatski Telekom. U odnosu na Hrvatski Telekom imamo i manju ROA koja nam daje sliku o profitabilnosti na angažovanu imovinu i ona ne uzima u obzir efekat. Telekom Srbija u odnosu na Hrvatski Telekom ima i manju ROE iako u mnogo većoj meri koristi finansijski leveridž. Još ako uzmemo u obzir da je približavanje njegove ROE u 2011. godini u odnosu na ROE koju ima u tom periodu Hrvatski Telekom rezultat relativno povoljnog kretanja kursa, a u tekućoj godini kretanje kursa dinara je daleko od povoljnog možemo reći da profitabilnost preduzeća predmeta naše analize nije baš tako sjajna kako izgleda na prvi pogled i tu postoji još mnogo prostora za njeno poboljšanje. Naravno daleko od toga da je ona nezadovoljavajuća, ali da treba da bude bolja to je svakako očito.

DuPont sistem analize profitabilnosti

	2008	2009	2010	2011	Hrvatski Telekom 2011
Profitabilnost u odnosu na prihode u %	9,00	12,07	15,05	20,36	21,64
x	x	x	x	x	x
efikasnost	0,52	0,47	0,43	0,44	0,63
=	=	=	=	=	=
ROA u %	4,66	5,63	6,53	8,95	13,63
x	x	x	x	x	x
Stepen zaduženost	1,70	1,78	1,77	1,65	1,21
ROE u %	7,91	10,04	11,58	14,73	16,50

DuPont sistem analize profitabilnosti razlaže prinos na vlasnički kapital kao krajnji izraz profitabilnosti na tri komponente i tako prikazuje preciznije uticaj glavnih determinanti profitabilnosti. Povećanje profitabilnosti preduzeća predmeta naše analize u 2011 je rezultat veće efikasnosti boljeg upravljanja troškovima koje se očitava kroz rast profitabilnosti u odnosi na prihode. Ovaj rast je u velikoj meri determinisan smanjenjem finansijskih rashoda po osnovu negativnih kursnih razlika.. Imamo i neznatno povećanje produktivnosti mereno koeficijentom obrta tj. efikasnosti sa 0,43 na 0,44. Ovi faktori su doprinjeli da i uz smanjenje pozitivnog efekta finansijskog leveridža u ovoj godini imamo najveću ROE u analiziranom periodu..

Analiza neto obrtnog kapitala

Pozicija, ratio, u 000 RSD, %	2009	2010	2011
1. Sopstveni kapital	139,153,567	154,209,554	161,222,605
2. Stalna imovina	217,272,561	221,227,459	209,797,201
3. Sopstveni NOK (1-2)	-78,118,994	-67,017,905	-48,574,596
4. Dugoročna rezervisanja i obaveze	58,115,218	52,060,891	25,597,542
5. Neto obrtni kapital(3+4)	-20,003,776	-14,957,014	-22,977,054
6. Zalihe	7,592,319	8,017,574	7,888,831
7. Višak (nedostatak) NOK u odnosu na zalihe (5-6)	-27,596,095	-22,974,588	-30,865,885
8. Kratkoročni krediti	31,746,887	25,042,217	33,097,673
9. Višak (nedostatak) kreditnih izvora u odnosu na zalihe (7+8 ili 8-7)	4,150,792	2,067,629	2,231,788
Racio pokrića zaliha NOK-om u %	-263,47	-186,55	-291,26
Racio pokrića obrtne imovine NOK-om u %	-47,82	-39,54	-48,53

Preduzeće predmet analize u celom posmatranom periodu ima negativan neto obrtni kapital i to ne samo sopstveni veći i dugoročni. Ovo nas upućuje na njegovu neodgovarajuću finansijsko-strukturnu poziciju

koju ono održava pre svega zahvaljujući svojoj monopolskoj poziciji. Ali pošto su kratkoročni pozajmljeni izvori finansiranja obično skuplji od dugoročni sigurno je da bi se promenom strukture pozajmljenih izvora prema ročnosti mogle postići određene uštede.

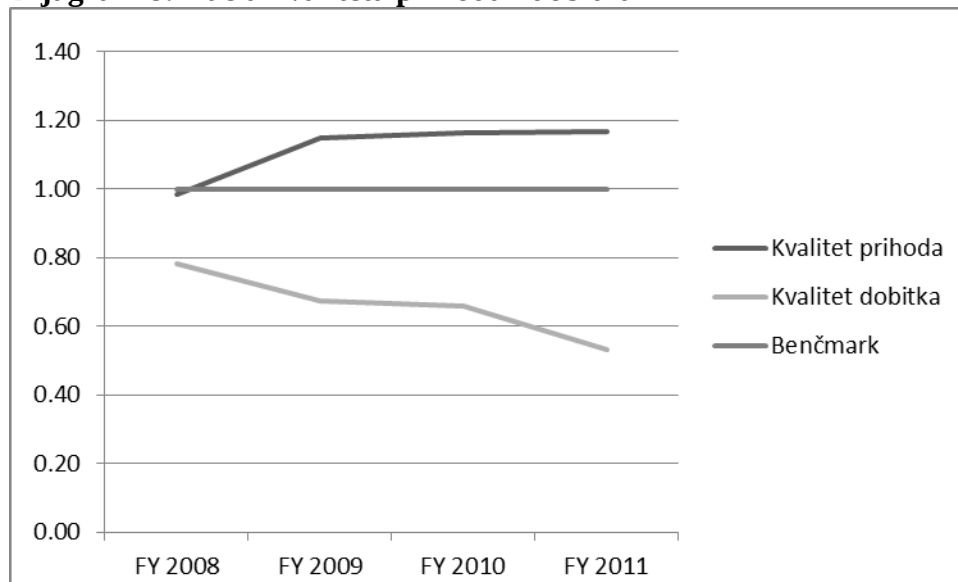
Analiza novčanih tokova

Pokazatelji performansi zasnovani na novčanim tokovima

Naziv racia	2008	2009	2010	2011
Kvalitet prihoda	0,98	1,15	1,16	1,17
Stopa novčanog toka iz poslovnih aktivnosti u %	27,60	35,58	35,85	40,53
Gotovinski prinos na aktivu u %	14,30	16,59	15,55	17,82
Kvalitet dobitka	0,78	0,67	0,66	0,53
Cash flow po akciji u RSD	29,08	39,24	40,46	46,24

Analiza novčanih tokova služi i kao ocena kvaliteta računovodstvenih informacija. Poželjno je da racia kvaliteta prihoda i kvaliteta dobitka imaju vrednosti blizu 1 i da ne dolazi do njihovih velikih oscilacija oko 1 u sukcesivnim periodima. Od 2009 racio kvaliteta prihoda je iznad jedan što znači da imamo veće novčane prilive od prodaje od prihoda. To ima uticaj uz sporije izmirivanje obaveza prema dobavljačima da je racio kvaliteta dobitka u celom periodu ispod 1. Znači imamo veće neto novčane prilive iz poslovnih aktivnosti od poslovnog dobitka. U celom posmatranom periodu racio kvaliteta dobitka se smanjuje. Ove njegove vrednosti ako nisu u celosti određene politikom prodaje i odnosom preduzeća predmeta naše analize prema dobavljačima i na postojanje latentnih rezervi. Nešto preciznije zaključke o ovome ćemo dati u toku produbljene analize finansijskih izveštaja.

Dijagram 8: Racia kvaliteta prihoda i dobitka



Pokazatelji pokrića zasnovani na novčanim tokovima

Naziv racia	2008	2009	2010	2011
Pokriće kapitalnih izdataka	0,97	1,84	2,02	3,16
Pokrića kapitalnih izdataka nakon plaćanja dividendi	0,82	1,53	1,59	2,73
Pokriće dogoročnih dugova	2,72	5,68	3,19	2,45
Pokriće dividende	6,22	5,92	4,75	7,24
Racio investiranja i finansiranja	0,85	1,12	0,98	1,14

Preduzeće predmet analize u 2011. godini ima izrazito visok racio pokrića kapitalnih izdataka što je posledica smanjivanja kapitalnih izdataka u tom posmatranom periodu ali i rasta novčanih tokova. Ohrabrujuće je što je preduzeće generisalo znatne iznose gotovine. U 2011 imamo negativne neto kapitalne izdatke u iznosu od 10,9 mlrd RSD, što je svakako zabrinjavajuće, jer taj pokazatelj implicira potencijalni budući rast. Ovaj pad se može donekle pravdati aktuelnom krizu i preduzimanjem restruktuiranja pasive. Ali svakako da ovo nije poželjan pravac. Prisetimo se da je Telekom Srbija u 2008 imao pozitivne kapitalne izdatke u 2008 u iznosu od 9,2 mlrd RSD, što je svakako mnogo poželjnije ponašanje. Na žalost i opšte stanje kao objektivna okolnost ušiče na investicionu dinamiku.

Racio investiranja i finansiranja je ispod 1 u 2008 i 2010, a u 2009 i 2011 on je iznad 1 promene u kapitalnim izdacima i dinamika servisiranja obaveza opredeljuju ovakva kretanja.. Možemo reći da je ovaj racio za preduzeće predmet naše analize zadovoljavajući.

Analiza kvaliteta finansijskih izveštaja

Akrual racio

Pozicija, racio, u 000 RSD, u %	2009	2010	2011
Ukupna aktiva	260,183,900	260,321,875	258,617,922
Gotovina i gotovinski ekvivalenti	14,384,798	9,785,260	17,941,876
Ukupne obaveze	118,896,559	103,935,702	95,399,359
Ukupne kamatanosne obaveze	87,151,535	74,489,000	56,465,634
Neto operativna imovina	214,054,078	221,089,913	201,742,321
Agregatni akrual zasnovan na bilansu stanja		7,035,835	-19,347,592
Akrual racio zasnovan na bilansu stanja u %		3,23	-9,15
Neto dobitak	13,313,563	16,985,194	23,229,006
Neto novčani tok iz poslovnih aktivnosti	39,238,720	40,457,061	46,239,899
Neto novčani tok iz investicionih aktivnosti	-20,417,143	-19,028,727	-13,988,162
Agregatni akrual zasnovan na novčanim tokovima	-5,508,014	-4,443,140	-9,022,731
Akrual racio zasnovan na novčanim tokovima u %		-8,89	-4,27

U analizi novčanih tokova nagovestili smo potencijalno postojanje latentnih rezervi kod preduzeća predmeta naše analize. Na osnovu uvida u prethodnu tabelu možemo sada doneti zaključak da u 2011. godini sasvim izvesno preduzeće predmet analize ima latentne rezerve.

Analiza crvenih indikatora

Indikatori bilansnih rizika u 000 RSD, koef, %	2009	2010	2011	Upozoravajuća kretanja
Sposobnost kreiranja novčanih tokova za servisiranje obaveza	39,238,720	40,457,061	46,239,899	Negativan cash flow iz poslovanja
Sposobnost finansiranja kapitalnih investicija	1,84	2,02	3,16	Značajno manji od 1 moguć poremećaj fin. strukture
Sposobnost finansiranja kapitalnih investicija i dividendi	1,53	1,59	2,73	Isto opreznije
Uticaj poslovnih transakcija na finansijsku strukturu	0,84	0,79	0,88	Brži rast pozajmljenih izvora od sopstvenih vodi u pogoršanje finansijske strukture
Kvalitet prihoda	1,15	1,16	1,17	Rizik se povećava sa smanjenjem ovog racia
Kvalitet dobitka	0,67	0,66	0,53	Rizik se povećava sa značajnijim odstupanjem od 1
Stepen zaduženosti	0,85	0,67	0,59	Veći od 1 povećati stepen opreznosti
Potencijalna zaduženost u %	65,13	86,33	103,50	Manje od 25
Sposobnost plaćanja kamata u %	369,55	365,84	886,83	Manje od 50
Sposobnost plaćanja tekućih obaveza u %	23,67	18,86%	25,70	Manje od 25
Skriveni gubici u potraživanjima u %	14,03	13,44	13,49	Veći od 15
Skriveni gubici u zalihama u %	115,53	109,45	97,13	Veći od 25%
Prinosna sposobnost preduzeća	1.78	1.77	1.65	Približavanje ROA ceni kapitala i ROE upozorava, porediti sa konkurentima i prosekom u grani
Procena tranzitornih elemenata prinosa u %	-1,38	-0,56	-0,17	Uzeti u obzir tranzitorne dobitke

Zbog prirode delatnosti upozoravajuće kretanje o potencijanom skrivenim gubicima na zalihama ćemo uzeti sa rezervom zbog prirode delatnosti preduzeća predmeta analize. Mnogo veću pažnju je potrebno usmeriti na skrivene gubitke u potraživanja što ćemo uraditi nakon uvida u sledeću tabelu.

Analiza kretanja prihoda i potraživanja

	2007	2008	2009	2010	2011
Prihodi od prodaje u 000 RSD	83,911,248	105,354,675	110,268,711	112,848,038	114,096,820
% povećanje / smanjenje prihoda		25,55	4,66	2,34	1,11
Potraživanja u 000 RSD	11,726,876	13,899,064	15,365,788	15,069,928	15,245,397
% povećanje / smanjenje potraživanja		18,52	10,55	-1,93	1,16
Period kreditiranja kupaca u danima		44,39	48,43	49,22	48,50

Iz tabele možemo da vidimo da u celom posmatranom periodu nemamo brži rast potraživanja od prihoda (u 2011 to iznosi neznatnih 0,05%) što bi moglo ukazivati na skrivene gubitke na ovoj poziciji, koji obično rezultiraju iz priznavanja fiktivnih prihoda, priznavanja prihoda unapred, ili neotpisivanja loših potraživanja

Beneish Model

Naziv racia	2009	2010	2011	Vrednost
1. Indeks perioda naplate potraživanja u danima	1,09	1,02	0,99	>1 upozoravajuće
2. Indeks stope poslovnog dobitka	0,90	1,02	1,09	>1 upozoravajuće
3. Indeks kvaliteta imovine	N/A ³	0,99	0,93	>1 upozoravajuće
4. Indeks rasta prihoda	1,05	1,02	1,01	>1 upozoravajuće
5. Indeks amortizacije	1,08	0,96	0,90	>1 upozoravajuće
6. Indeks ostalih rashoda	N/A	0,88	0,76	>1 upozoravajuće
7. Leveridž indeks	0,76	0,87	0,92	>1 upozoravajuće
8. Odnos ukupnog akruala i ukupne imovine ⁴	0,52	0,95	1,40	>1 upozoravajuće

³ Ovaj indeks kao i indeks ostalih rashoda nije dostupan zbog neraspoloživosti podataka potrebnih za obračun, a koji se odnose na 2008. godinu.

⁴ U ovoj tabeli akrual je računat na drugačiji način kao neto obrtna imovina manje amortizacija, dok smo ga kod akrual racia zasnovanog na bilansu stanja računali kao razliku između neto operativne imovine u periodu t i u periodu t-1/

Vrednovanje

F_SCORE

	Deskripcija	2010	2011	Oznaka
F1=1	Ako preduzeće ima pozitivnu ROA		8,95%	1
F2=1	Ako je ROA u tekućoj godini veća od ROA u prethodnoj godini	6,53%	8,95%	1
F3=1	Ako je CFO/Aktiva pozitivan		17,82%	1
F4=1	Ako je CFO veći od neto dobitka		1,99	1
F5=1	Ako je stopa poslovnog dobitka u tekućoj godini veće od te stope u prethodnoj godini	23,55%	21,52%	0
F6=1	Ako koeficijent obrta u tekućoj godini prevazilazi ovaj koeficijent iz prethodne godine	0,43	0,44	1
F7=1	Finansijski leveridž se smanjuje u odnosu na prethodnu godinu	0,67	0,59	1
F8=1	Ako se racio tekuće likvidnosti povećava u odnosu na prethodnu godinu	0,73	0,68	0
F9=1	Ako preduzeće ne emituje ekviti u tekućoj godini	Ne		1

Relativno vrednovanje

Dva alternativna prilaza se obično upotrebljavaju u proceni vrednosti kapitala preduzeća: *fundamentalno vrednovanje* i *relativno vrednovanje*. Fundamentalno vrednovanje se zasniva na diskontovanju očekivanih vrednosti fundamenata, npr. slobodnih novčanih tokova, dividendi ili rezidualnih dobitaka, dok relativno vrednovanje specificira vrednost preduzeća kao funkciju izabranih fundamenata i njihove prosečne vrednosti za komparabilna preduzeća.

Relativno vrednovanje je tipično implementirano sa tržišnim racio brojevima koji se množe sa fundamentima preduzeća. Tržišni racio brojevi koji se koriste u relativnom vrednovanju su najčešće prosečne veličine ovih pokazatelja, Proseci se računaju iz uzorka komparabilnih preduzeća. Komparabilnost se vezuje za preduzeća iz iste privredne grane, veličine, leveridža, itd. Prosečni množioci (tržišni racio brojevi) se obračunavaju pomoću aritmetičke sredine, medijane ili harmonijske sredine, i često reflektuju i diskreciona prilagođavanja koja uzimaju u obzir razlike u relevantnim pokretačima vrednosti (npr. rast, rizik, racio isplate dividendi, kvalitet dobitka) između preduzeća. Pored ovog postoji još jedan prilaz u relativno vrednovanju koji se ređe upotrebljava. Taj prilaz koristi uslovljene tržišne množioce i možemo ga sresti pod imenom **uslovljeno vrednovanje**. Ovaj prilaz eksplicitno prilagođava observirane množioce (npr. P/B racio) za razlike u relevantnim pokretačima vrednosti (npr. ROE). Prilagođavanje se vrši pomoću regresije.

P/B ratio (uslovljeni i medijana)

Ime uporedivog preduzeća	ROE - X	P/B ratio Y
Hrvatski Telekom HTRA:CZ	0,1644	1,47
Vivacom 5BT:BU	0,0213	2,55
Telekom Slovenije d.d Ljubjana TLSG:SV	0,0417	0,50
OJSC Kazakhtelecom KZTK:KZ	0,1773	0,48
Rostelecom OJSC RTKM:RM	0,1726	1,39
TelekomunikcjaPolska SA TPS:PW	0,1337	1,57
Netia SA NET:PW	0,0995	0,94
Telekom Egypt ETEL:EY	0,1042	0,85
Turk Telekomunikasyon AS TTKOM:TI	0,3586	4,48
b0	0,4406065	Medijana – 1,39
b1	8,074936531	
y=b0+bixi	1,604046013	
Korelacija	0,631121422	
Koeficijent determinacije	0,398314249	
Indikativna vrednost sopstvenog kapitala u RSD	258,608,476,806	224,308,068,729
Indikativna cena po akciji u RSD	259	224
Tekući ROE	0,14	0,14
Procenjeni P/B ratio	1,60	1,39

Napomena: Podaci korišćeni u analizi za komparabilna preduzeća su preuzeti sa www.bloomberg.com.

Cene akcija na dan 13/9/2012, Informacije iz finansijskih izveštaja na dan 31/12/2011.

P/S ratio (uslovljeni i medijana)

Ime uporedivog preduzeća	SND - X	P/S ratio - Y
Hrvatski Telekom HTRA:CZ	0,2245	2,01
Vivacom 5BT:BU	0,0081	0,97
Telekom Slovenije d.d Ljubjana TLSG:SV	0,0417	0,50
OJSC Kazakhtelecom KZTK:KZ	0,2894	0,79
Rostelecom OJSC RTKM:RM	0,1562	1,26
Telekomunikacja Polska SA TPS:PW	0,1285	1,51
Netia SA NET:PW	0,1537	1,46
Telekom Egypt ETEL:EY	0,2961	2,43
Turk Telekomunikasyon AS TTKOM:TI	0,1732	2,16
b0	0,868676194	Medijana -1,46
b1	3,578872101	
y=b0+bixi	1,597299845	
Korelacija	0,541722238	
Koeficijent determinacije	0,293462983	
Indikativna vrednost sopstvenog kapitala u RSD	182,246,832,879	166,048,017,296
Indikativna cena po akciji u RSD	182	166
Tekuća stopa neto dobitka	0,20	0,20
Procenjeni P/S ratio	1,60	1,46

Napomena: Podaci korišćeni u analizi za komparabilna preduzeća su preuzeti sa www.bloomberg.com.

Cene akcija na dan 13/9/2012. Informacije iz finansijskih izveštaja na dan 31/12/2011.

P/E ratio (uslovljeni i medijana)

Ime uporedivog preduzeća	Racio zaduženosti x_1	Očekivani rast x_2	P/E ratio y
Hrvatski Telekom HTRA:CZ	0,192	-0,005	8,96
Vivacom 5BT:BU	3,915	0,01	2,80
Telekom Slovenije d.d Ljubljana TLSG:SV	0,932	0,01	12,02
OJSC Kazakhtelecom KZTK:KZ	0,491	0,16	2,73
Rostelecom OJSC RTKM:RM	0,908	0,12	8,06
TelekomunikacjaPolska SA TPS:PW	0,969	-0,01	11,73
Netia SA NET:PW	0,419	0,10	9,47
Telekom Egypt ETEL:EY	0,166	0,02	8,20
Turk Telekomunikasyon AS TTKOM:TI	1,804	-0,03	12,49
b0	10,26453867		Medijana -8,96
b1	-0,95284769		
b2	-17,1264761		
$y=b_0+b_1x_1+b_2x_2$	8,77		
Indikativna vrednost sopstvenog kapitala u RSD	203,608,973,807		208,207,307,613
Indikativna cena po akciji u RSD	204		208
Procenjeni P/E ratio	8,77		8,96

Napomena: Podaci korišćeni u analizi za komparabilna preduzeća su preuzeti sa www.bloomberg.com.

Cene akcija na dan 13/9/2012. Informacije iz finansijskih izveštaja na dan 31/12/2011, izuzev podatka o isplati dividendi za Rostelecom OJSC RTKM:RM koji se odnosi na 2010.

Očekivana stopa rasta = $(1 - \text{ratio isplate dividene}) \times \text{ROE}$. Za Vivacom 5BT:BU je kod racia isplate dividende korišćen CFO umesto neto dobitka.

P/E ratio osim u slučajevima analize banaka i ostalih finansijskih institucija kada se najčešće koristi P/B ratio ili u slučajevima analize trgovinskih preduzeća kada se najčešće koristi P/S ratio, je ratio koji je najzastupljeniji u relativnom vrednovanju. Zbog toga u ovoj analizi on ima ponder od 0,50. Na osnovu stepena korelacije iz uzorka uporedivih preduzeća P/B i P/S ratio brojevima dodeljeni su ponderi od 0,30 i 0,20 respektivno.

Zaključno vrednovanje uslovljenim tržišnim množiocima

Podaci iz poslednjih finansijskih izveštaja u 000 RSD	Iznos	Uslovljeni tržišni racio	Ponder	Ponderisana vrednost
Knjigovodstvena vrednost sopstvenog kapitala	161,222,605	1,60	0,3	77,582,543
Prihodi od prodaje	114,096,820	1.60	0.2	36,449,367
Neto dobitak	23,229,006	8.77	0.5	101,804,487
Indikativna cena po akciji u RSD				216

Zaključno vrednovanje medijanom tržišnih množioca

Podaci iz poslednjih finansijskih izveštaja u 000 RSD	Iznos	Medijana tržišnih racia	Ponder	Ponderisana vrednost
Knjigovodstvena vrednost sopstvenog kapitala u	161,222,605	1,39	0,3	67,292,421
Prihodi od prodaje	114,096,820	1,46	0,2	33,209,603
Neto dobitak	23,229,006	8,96	0,5	104,103,654
Indikativna cena po akciji u RSD				205

Diskontovanje slobodnih novčanih tokova

Tabela 1: Obračun cene kapitala

Inputi	Inicijalna faza	Terminalna faza
Bezrizična stopa	5,50%	5,50%
Premija za tržišni rizik	4,40%	4,40%
Beta	0,70	0,84
Premija za rizik države	4,20%	3,00%
Premija za veličinu preduzeća	1,10%	1,00%
Cena sopstvenog kapitala	13,88%	13,20%

Napomena: Bezrizična stopa je geometrijska sredina prinosa na dugoročne državne obveznice u periodu 1926 – 2011. Premija za tržišni rizik je obračunata kao razlika između geometrijske sredine prinosa na hartije velikih kompanija i geometrijske sredine prinosa na dugoročne državne obveznice za period od 1926 – 2011.

Izvor: Ibbotson® SBBI®, 2011 *Classic Yearbook: Market Results for Stocks, Bonds, Bills, and Inflation, 1926–2010* (Chicago: Morningstar, 2011).

Beta u inicijalnoj fazi je određena tako što je prosečna beta za preduzeća iz sektora telekomunikacijskih usluga na tržištima u nastajanju preuzeta sa www.bloomberg.com od 0,60 uvećana za 0,10 jer je preduzeće predmet analize povećalo svoju zaduženost na početku 2012. Godine. U terminalnoj fazi je korišćena prosečna beta za preduzeća iz sektora telekomunikacijskih usluga u Evropi, i ona iznosi 0,84. U inicijalnoj fazi je korišćena postojeća premija za rizik zemlje pre izbijanja dužničke krize u Evrozoni od

4.20% dok je pretpostavka da će u terminalnoj fazi doći do smanjenja rizika zemlje na stopu rizika koju je imala Hrvatska pre izbijanja dužničke krize. Premije za veličinu preduzeća su određene prosuđivanjem.

Tabela 2 Obračun normalizovanog neto dobitka

	2007	2008	2009	2010	2011	Inputi
KV ⁵ u 000 RSD	113,860,434	125,945,918	139,153,567	154,209,554	161,222,605	
Neto dobitak u 000 RSD	11,796,120	9,478,862	13,313,563	16,985,194	23,229,006	
ROE u %	10,36	7,53	9,57	11,01	14,41	
Normalizovana ROE u %						10,58
Normalizovani neto dobitak u €						145,500,316

Napomena: EUR/RSD 117,1797 14/9/2012

Izvor: NBS

Normalizovani neto dobitak je obračunat kao proizvod tekuće knjigovodstvene vrednosti i normalizovane ROE koja predstavlja prosečnu ROE za period 2007 – 2011. Normalizovana ROE iznosi 10,58%.

Tabela 3 Obračun normalizovanih kapitalnih izdataka u €

	2007	2008	2009	2010	2011	Prosek
Neto kapitalni izdaci	117,058,467	82,467,432	-18,622,850	-40,830,297	-96,611,939	8,692,163
Poslovni dobitak	109,672,494	194,003,757	225,933,767	226,772,359	209,500,827	193,176,641
Udeo K.I u poslovnom dobitku	106,73%	42,51%	-8,24%	-18,00%	-46,12%	4,50%
Normalizovani K. I						9,426,684

Do normalizovanih kapitalnih izdataka u iznosu od 9,426,684 € se došlo tako što je poslovni dobitak iz 2011. godine pomnožen sa učešćem prosečnih neto kapitalnih izdataka u prosečnom poslovnom dobitku za period od 2007 do 2011. godine. Zabrinjavajuće je to što u poslednje tri godine imamo negativne neto kapitalne izdatke tj. amortizacija je veća od kapitalnih izdataka što nas upućuju na stagnaciju u razvoju poslovanja preduzeća predmeta analize. Negativni neto kapitalni izdaci su posebno visoki u poslednjoj godini posmatranog perioda. Neto kapitalni izdaci su računati prema sledećoj formuli:

⁵ KV- Knjigovodstvena vrednost sopstvenog kapitala

((izdaci za kupovinu nematerijalnih ulaganja –(amortizacija + dugoročna rezervisanja na početku perioda – dugoročna rezervisanja na kraju perioda))

Tabela 4 Normalizovanje obrtnog kapitala u €

Nenovčani obrtni kapital u 2011. godini	-81,865,528
Prihodi u 2011. godini	973,691,006
Prihodi u 2010. godini	963,034,024
Normalizovane promene obrtnog kapitala	-896,013

Do normalizovanih promena obrtnog kapitala smo došli tako što smo podelili nenovčani obrtni kapital u 2011. godini sa prihodima iz iste godine i potom taj iznos pomnožili sa razlikom prihoda iz 2011 i 2010. godine.

Tabela 5 Normalizovanje duga u €

Odnos duga i ukupnog kapitala	25,94%
Normalizovani dug u tekućoj godini	2,212,751

Do normalizovanog duga se dolazi kada se suma normalizovanih kapitalnih izdataka i normalizovane promene obrtnog kapitala pomnoži sa odnosom duga i ukupnog kapitala koji iznosi 25,94%.

Tabela 6 Inputi za inicijalnu fazu u €, %

Normalizovani FCFE	191,916,125
Ekviti stopa reinvestiranja	3,19%
ROE	14,41%
Očekivana stopa rasta	0,46%

Ekviti stopa reinvestiranja = $(1 - \text{Normalizovani FCFE} / \text{Neto dobitak}_{2011})$

Očekivana stopa rasta = Ekviti stopa reinvestiranja x ROE

Tabela 7 Inputi za terminalnu fazu

Ekviti stopa reinvestiranja u fazi stabilnog rasta u %	31,47
g u %	4,00
ROE u %	12,71

Stopa rasta u terminalnoj (stabilnoj) fazi je jednaka stopi rasta BDP za Republiku Srbiju u 2016. godini. Izvor: IMF World Economic Outlook April 2012. Iznos ROE u ovoj fazi je 12,71% prosečna ROE iz 2010 i 2011.

Tabela 8: Obračun vrednosti sopstvenog kapitala u inicijalnoj fazi u €

Godina	Očekivana stopa rasta u %	Neto dobitak	Ekviti stopa reinvestiranja u %	FCFE	Cena kapitala u %	Sadašnja vrednost
1	0,46	199,144,334	3,19	192,797,401	13,88	169,298,736
2	0,46	200,058,802	3,19	193,682,724	13,88	149,346,816
3	0,46	200,977,469	3,19	194,572,112	13,88	131,746,237
4	0,46	201,900,355	3,19	195,465,585	13,88	116,219,893
5	0,46	202,827,479	3,19	196,363,160	13,88	102,523,334
Suma						669,135,016

Tabela 9: Obračun terminalne i ukupne vrednosti u €

Očekivani FCFE u šestoj godini	144,561,119
Cena sopstvenog kapitala u terminalnom periodu u %	13,20
Vrednost u terminalnom periodu	1,571,999,993
Vrednost sopstvenog kapitala	1,489,893,248
Gotovina i gotovinski ekvivalenti	157,375,214
Ukupna vrednost uključujući i gotovinu	1,647,268,462
Broj akcija	1,000,000,000
Procenjena cena akcija	1,65

Zaključno vrednovanje

U tehnikama relativnog vrednovanja su korišćeni tekući pokazatelji. Obračunati na osnovu tekućih cena akcija i tekućih fundamenata koji su preuzeti iz poslednjih godišnjih izveštaja. Alternativno je moguće koristiti i istorijske ili predviđene pokazatelje. Relativnim vrednovanjem smo procenili manjinski interes i kod ovog standarda vrednosti je potrebno imati u vidu i diskont za utrživost.

Kod diskontovanja slobodnih novčanih tokova je korišćen pristup normalizovanja kako bi se bolje anticipirali inputi koji se koriste u ovom modelu u dinamičkom privrednom okruženju. Ovde smo procenu radili u evrima zbog nestabilnosti naše valute što implicira neadekvatni projekciju novčanih tokova. Ovde je problem i stopa inflacije u našoj zemlji i u EU. Zbog toga bi svakako trebalo korigovati na niže procenjenju vrednost ovim metodom. S druge strane prilikom projekcije novčani tokova nismo uzimali u obzir eventulane efekte sinergije i vrednosti kontrole pri eventualnom preuzimanju. U proceni DNT metodom imamo izrazito rigorozne pretpostavke u inicijalnoj fazi po pitanju stope reinvestiranja u toj fazi i implicate stopi rasta. Zbog toga ćemo u ovoj analizi dodeliti manji ponder za DNT nego što je to inače praksa. Na osnovu prethodnog korišćenim metodama u analizi dodeljujemo odgovarajuće pondere i vršimo konačnu procenu.

u RSD	Relativno vrednovanje -uslovljeni tržišni ratio brojevi	Relativno vrednovanje - medijana	DNT
Cena akcija	216	205	193
Ponder	0,3	0,3	0,4
Procenjena cena akcija		203	

Na efikasnim tržištima kapitala cene akcija reflektuju u celini ili delimično premiju za potencijalno preuzimanja. S obzirom na sastav našeg uzorka i globalnog stanja na tržištima kapitala pretpostavljama da tekuće cene u proseku ne reflektuju premije za preuzimanje. Preduzeće predmet analize nema optimalno upravljanje tako da ovde sigurno imamo vrednost kontrole. Potencijalno preuzimanje može stvoriti sinergiju, čiju vrednost mogu da dele ciljno preduzeće i sticaoc. Iz ovih razloga uvećaćemo procenjenu vrednost za 35% premije za sticanje. Ovo je prosečna premija za preuzimanje na dan 30/9/2011. Izvor: Thomson Reuters.

PROCENJENA CENA AKCIJA 274 RSD

Napomena: Ova analiza je urađena u edukativne svrhe, ograđujemo se od svakog donošenja investicionih odluka na osnovu prethodno predstavljene analize.