

ANALIZA PROFITABILNOSTI POSMATRANA IZ PERSPEKTIVE INVESTITORA

PROFITABILITY ANALYSIS OBSERVED FROM THE INVESTOR'S PERSPECTIVE

Spaso Kuzman*

SAŽETAK

Finansijski izvještaji su most putem kojeg dolazi do komunikacije preduzeća sa potencijalnim investitorima.

Pomoću finansijskih izvještaja menadžment šalje sliku i poruku potencijalnim investitorima o uspjehu preduzeća u najširem smislu te riječi. Informacije koje nude finansijski izvještaji su dostupne zainteresiranoj javnosti. Danas ne postoji ozbiljan investitor a da se ne bavi i analizom finansijskih izvještaja.

Računovođe u svojim finansijskim izvještajima profitabilnost posmatraju na jedan, a investitori na sasvim drugačiji način. U čemu je razlika? Razlika je u pogledu gdje računovođe gledaju unazad sa zadatkom što vjernijeg prikaza postojećeg uspjeha i položaja preduzeća, a investitori svoj pogled usmjeravaju u budućnost, a odluke zasnivaju na očekivanjima (dobicima, prinosima i novčanim tokovima).

Ključne riječi: Finansijski izvještaji, finansijski rezultati, finansijski položaj, finansijski savjetnik, novčani tok, investitor, dionica, dividenda, tržišna cijena dionice, knjigovodstvena vrijednost dionice.

ABSTRACT

Financial statements are a bridge through which companies communicate with potential investors. With the help of financial reports, the management sends a picture and a message to potential investors about the success of the company in the

broadest sense of the word. The information offered by the financial statements is available to the interested public. Today, there is no serious investor without analyzing financial statements amongst others. Accountants view profitability in one way in their financial statements, and investors in a completely different way. What's the difference? The difference is in the way where accountants look back with the task of presenting the existing success and position of the company as faithfully as possible, and investors look to the future, and decisions are based on expectations (profits, returns and cash flows).

Keywords: Financial statements, financial results, financial position, financial advisor, cash flow, investor, share, dividend, market share price, book value of a share.

UVOD

Materijalna osnova ukupnog društvenog razvoja leži u investiranju. Iz toga proizilazi zaključak da su investicije rezultat potrebe prilagođavanja internih mogućnosti preduzeća izmjenjenim uslovima poslovanja koja važe u određeno vrijeme na određenim tržištima.

Poseban značaj investicije imaju za aktiviranje novih izvora rasta, a to se ogleda u stvaranju novih proizvoda, tržišta ili novih tehnologija. Standardni uslovi poslovanja u suštini nude zadovoljavajuću likvidnost, stabilnu finansijsku strukturu, efikasno upravljanje sredstvima i izvorima sredstava, te rastuću profitabilnost koja se pretvara

* - Fakultet za menadžment i poslovnu ekonomiju Univerziteta u Travniku

u rastuće tržišne vrijednosti. Sljedeći korak je povezivanje tržišnih vrijednosti sa informacijama iz finansijskih izvještaja a to predstavlja završni (finalni) korak u finansijskoj analizi. „Povezivanje tržišnih cijena dionice sa dobitkom po dionici sa jedne strane i knjigovodstvenom vrijednošću dionice s druge strane, ostvaruju mogućnost kompleksnog sagledavanja profitabilnosti preduzeća. Svi pokazatelji koji su uključeni u proces vrednovanja preduzeća, odnosno proces procjene budućih prinosa, postali su atraktivni za primjenu od strane investitora, a to u isto vrijeme primorava menadžment preduzeća da vodi računa o tome kako profitabilnost vide investitori“¹.

„Analiza profitabilnosti iz perspektive investitora ima svoje specifičnosti u odnosu na finansijsku analizu koja se zasniva na finansijskim izvještajima. Te specifičnosti su Malinić i koautori u knjizi Upravljačko računovodstvo sistematizovati na sljedeći način:

- „Informaciona osnova za analizu je šira jer predstavlja kombinovanje tržišnih informacija sa informacijama sadržanim u finansijskim izvještajima,
- Rezultati ove analize predstavljaju ključne inpute u procesu utvrđivanja očekivanih prinosa dioničara,
- Interpretacija ovih pokazatelja je veoma delikatna, dijelom zbog neuporedivosti a dijelom zbog toga što su rezultati podložni uticajima odluka iz domena politike dividendi, investicione politike i politike finansiranja,
- Ovi pokazatelji nisu imuni na opasnosti koje proizilaze iz nekorektne primjene računovodstvenih politika koje ugrožavaju kvalitet informacija sadržanih u finansijskim izvještajima“².

U ovom radu bavit ćemo se pokazateljima koje obrađuje literatura, a primjenjuje praksa.

1 Malinić. D., Milićević. V., Stevanović. N., Upravljačko računovodstvo, Ekonomski fakultet Beograd, 2013. god. str. 128.

2 Malinić. D., Milićević. V., Stevanović. N., Upravljačko računovodstvo, Ekonomski fakultet Beograd, 2013. god. str. 128.

To su: 1. dobitak po dionici, 2. odnos između tržišne cijene dionica i dobitka po dionici, 3. odnos između tržišne i knjigovodstvene vrijednosti (p/b) racio, 4. dividendni prinos 5. ukupni prinos dioničara.

DOBITAK PO DIONICI

Najjednostavnije dobitak po dionici možemo definisati kao zbir poslovnih rezultata preduzeća u određenom vremenskom periodu. „Tokom perioda u preduzećima, naročito onim većim i složenijim, nastaje veliki broj poslovnih, investicionih i finansijskih transakcija koje su bitne za uspjeh preduzeća. Zato zaključujemo da dobitak predstavlja najsazetiji, najobuhvatniji i najvredniji indikator poslovnih dostignuća kako preduzeća tako i menadžera“³. Zato se nije moguće oteti utisku da dobitak daje pouzdan informacioni input u procesu donošenja poslovnih odluka.

Ako dobitak posmatramo iz perspektive vlasnika kažemo da on predstavlja osnovu za uredno polaganje računa menadžmenta o efektivnosti i efikasnosti korištenja povjerenog im kapitala. Osnovna postavka preduzeća nameće dobitak kao okvir mogućih vlasničkih prinosa u vidu dividendi i dobitka za vlasnike. Veći dobitak daje dobre garancije povjeriocima u sigurnost učinjenih ulaganja u pogledu ostvarenja ugovorenih prinosa, te vraćanja glavnice u predviđenom roku dospijeca. Pokazatelji kroz informacije o dobitku su važni radi sagledavanja mogućnosti internog finansiranja novih investicionih projekata i procjene budućih ostvarenja.

„Vezu između dobitka, dividendi, i tržišne cijene dionica čini ovu veličinu značajnom za odlučivanje investitora o kupovini novih dionica na tržištu kapitala, ali i opravdanost prenosa iz jedne u drugu poslovnu (privrednu) granu (dezinvestiranja) ili iz jednih u druga preduzeća. Zato često kažemo da se informacija o dobitku nalazi među

3 Malinić, D., Politika dobiti korporativnog preduzeća, Ekonomski fakultet, Beograd, 2007, str 19-27.

najznačajnijim informacijama koju koriste investitori i druge interesne grupe upućene na finansijsko izvještavanje preduzeća⁴.

Dobitak po dionici je prevođenje neto dobitka preduzeća u zaradu po dionici kao mjera stvorenog dobitka dostupnog običnim dioničarima koji u vlasništvu imaju jednu dionicu. Pošto predstavlja mjeru stvaranja bogatstva investitora, obične dionice u sprezi sa kretanjem tržišne cijene dionica, finansijski analitičari u praksi veoma često koriste dobitak po dionici kao mjerilo rentabilnosti preduzeća. Osim toga dobitak je i sastavni dio nekih drugih pokazatelja, kao npr. odnos između tržišne cijene dionice i dobitka po dionici i ratio plaćanja dividendi, kad se on obračunava iz odnosa između dividendi po dionici i dobitka po dionici. Važnost dobitka po dionici potvrđuje sam međunarodni standard (MRS-33 - Zarada po dionici) kojim je nametnuta obaveza otvorenim dioničkim društvima da na obrascu bilanca uspjeha objave informacije o osnovnoj zaradi po dionici.

Obračunavanje dobitka po dionici vrši se na način da se stavlja u odnos neto dobitak i broj običnih dionica. Da bi ovaj rezultat bio što tačniji potrebno je uzeti u obzir kompleksnost strukture kapitala preduzeća i moguće aktivnosti sa dionicama tokom vremenskog perioda za koji se vrši obračun.

4 Lee, T., Income and Value Measurement, Thomson Publishing Company, London 1996. p. 48.

Složenosti strukture kapitala zahtijeva da uočimo razliku između dva moguća obračuna.

Prvi – obračun u uslovima kada postoji jednostavna struktura kapitala (radi se o utvrđivanju osnovnog dobitka po dionici),

Drugi – obračun u uslovima kada imamo složenu strukturu kapitala (u ovom slučaju pored osnovnog dobitka po dionici izračunavamo još i umanjeni dobitak po dionici).

Prvi, gore pomenuti, obračun dobitka po dionici, postoji u slučaju kada u strukturi izvora finansiranja ne postoje preferencijalne (prioritetne) dionice sa pravom zamjene u obične dionice. Ako u strukturi kapitala ne postoje preferencijalne dionice onda u obračun dobitka po dionici uključujemo neto dobit poslije poreza. „Ako u strukturi kapitala postoje preferencijalne dionice onda neto dobitak poslije poreza treba umanjiti za iznos preferencijalnih dividendi“⁵ kako bi došli do dobitka koji pripada samo običnim dioničarima. Dobitak koji ostane nakon podmirivanja obaveza prema svih prioritetnih interesnim grupama pripada vlasnicima, pa se taj iznos stavlja u odnos sa običnim dionicama. Osnovni dobitak po dionici se dobije iz sljedećeg odnosa:

5 Preferencijalne dividende uključuju one koje se dobiju na temelju ne kumulativnih preferencijalnih dionica koje su objavljene za taj period nezavisno da li su dividende objavljene ili ne.

$$\text{Dobitak po dionici} = \frac{\text{Dobitak dostupan vlasnicima običnih dionica}}{\text{Ponderisani prosječan broj običnih dionica}} = \frac{\text{Neto dobitak poslije poreza - preferencijalne dividende}}{\text{Ponderisani prosječni broj običnih dionica}}$$

U ovom slučaju problem je vezan za imenilac (nazivnik) prikazanog pokazatelja, odnosno za ponderisani prosječni broj običnih dionica. Nastaje kada se u periodu za koji se vrši obračun dobitka po dionici dešavaju operacije koje su povezane sa običnim dionicama.

U momentu kada želimo izvršiti obračun dobitka po dionici, informacije o dobitku preuzimaju se iz zvaničnog računa uspjeha,

a iz napomena uz finansijske izvještaje preuzimamo ponderisani prosječni broj običnih dionica. Pošto u stvaranju dobitka obične dionice učestvuju srazmjerno vremenu provedenom u opticaju tokom godine, vrijeme ima ključnu ulogu u određivanju pondera. Ponderi se također mogu izračunavati iz odnosa broja mjeseci koji odražavaju prisustvo određene količine običnih dionica u opticaju tokom godine

i ukupnog broja mjeseci. Na drugi način ponderi se izvode iz odnosa broja dana koji odražavaju prisustvo određenog broja dionica u opticaju u toku godine i ukupnog broja dana u godini. Da bi obračun bio moguć potrebno je dodati i ostale korisne informacije, u ovom primjeru, bar za period od početka 2018. do kraja 2020. godine:

Koliko je na početku 2018. godine preduzeće imalo izdatih dionica nominalne vrijednosti. (Npr: na početku 2018. godine imali smo 50.000 izdatih dionica nominalne vrijednosti 5 KM)

Kada su nastale određene promjene i koji je karakter tih promjena. Npr: kada je realizovana nova emisija običnih dionica, koliko je bilo dionica u novoj emisiji i po kojoj cijeni. (Npr: na dan 30.06. 2019. godine realizovana je nova emisija običnih dionica od 15.000 po emisionoj cijeni od 15 KM).

Ako su plaćene, na koji način je to izvedeno i ako nisu u potpunosti plaćene, kada se

uplaćuju preostale dionice i na koji način odnosno koliko godišnjih rata. (Npr: Emisiona premija i polovina dionica su uplaćene odmah, dok se preostale dionice otplaćuju u dvije jednake godišnje rate).

Zatim ako je bilo još novih radnji precizno ih navesti te obrazložiti njihovu veličinu i cijenu. (Npr. u 2020. godini preduzeće je otkupilo 5.000 sopstvenih dionica po cijeni od 11 KM).

Ako u bilansu stanja postoji vrijednost preferencijalnih dionica moramo znati njihovu vrijednost i osnov iz čega potiču. U našem primjeru to je iznos od 400.000 KM koje potiču od emisije 40.000 dionica u 2017 godini po emisionoj cijeni od 10 KM. Promjena na preferencijalnim dionicama tokom analiziranog trogodišnjeg perioda nije bilo. Također, pretpostavka je da preferencijalne dividende donose prinos od 10% na iskazanu visinu kapitala po osnovu preferencijalnih dionica.

OBRAČUN PONDERISANOG PROSJEČNOG BROJA OBIČNIH DIONICA

VREMENSKI PERIOD	UPISANE DIONICE	OBIČNE DIONICE U OPTICAJU	PONDER	PONDERISANI PROSJEČNI BROJ OBIČNIH DIONICA
1	2	3	4	5 = 3X4
2018.				
1.1.2018	50.000	50.000	1,00 (12/12)¹	50.000
2019.				
01.01.- 30.06.		50.000	0,50 (6/12)	25.000
01.06.- 31.12.		57.500	0,50 (6/12)	28.750
Ukupno :	65.000	57.500		53.750
2020.				
01.01. - 31.03.		57.500	0,25 (3/12)	14.375
01.04. - 30.09.		52.500 ²	0,50 (6/12)	26.250
01.10. - 21.12.		60.000 ³	0,25 (3/12)	15.000
Ukupno :	65.000	60.000		55.625

- Za obračun pondera korišten je broj mjeseci. Isti iznos bi dobili da smo koristili i broj dana u godini. Npr. u periodu od 01.06. – 31.12.2019 godine 50.000 dionica je bilo u opticaju 182 dana, što znači da se ponder dobije iz odnosa $182/365 = 0,50$.

- Postojeće obične dionice u opticaju - otkupljene vlastite dionice (57.500 – 5.000)
 - Postojeće obične dionice u opticaju + uplaćene upisane dionice (52.500 + 7.500 = 60.000).
 Polazeći od pripremljenih informacija,

obračun dobitka po dionici za analiziranje sljedeći način.
tri godine mogao bi da bude predstavljen na

OBRAČUN OBIČNOG DOBITKA PO DIONICI

R.br.	Naziv	2018	2019	2020
1	Neto dobitak poslije poreza	2.391.276	2.572.641	2.688.365
2	Preferencijalne dividende	400.000	400.000	400.000
3	Neto dobit dostupna običnim dioničarima (1-2)	1.991.276	2.172.641	2.288.365
4	Ponderisan prosječan broj običnih dionica u opticaju	50.000	53.750	55.625
5	Dobitak po dionici (3:4)	39,83	40,42	41,14

Ovaj podatak je bitan za investitore jer pokazuje sposobnost menadžmenta da stvara prinose za vlasnike. Zaključak je da se porastom ovog racia povećava zarađivačka sposobnost preduzeća, a to je put koji vodi ka povećanju tržišne vrijednosti preduzeća. Veza koja egzistira između kretanja dobitka po dionici i tržišne vrijednosti dionica primorava menadžment da vodi računa o kretanju ovog pokazatelja.

Rast dobitka po dionici stvara prostor za rast dividendnih plaćanja, a to pozitivno utiče na tržišnu vrijednost preduzeća. Situacija gdje imamo rast dobitka po dionici nagovještava mogućnost profitnih projekata iz internih izvora. Zadržavanje dobitka u preduzeću (kompletnog ili dijela) umjesto njegove isplate vlasnicima potiče potencijalni rast iz internih izvora, a za ovo i vlasnici kapitala mogu biti zainteresirani, naročito kada je reinvestirani dobitak veći od prinosa u vidu tekućih dividendi.

Ovaj pokazatelj se veoma često koristi u praksi, ali ipak treba biti veoma oprezan sa njegovom konzumacijom. Iako veza između kretanja dobitka po dionici i cijena dionica postoji, ta veza nije tako jednostavna. Neke aktivnosti mogu voditi smanjenju dobitka po dionici radi povećanja budućih ostvarenja preduzeća. Važi i u obrnutom slučaju. „Ako preduzeće stavlja naglasak na kratkoročne performanse, i preduzima aktivnosti koje povećavaju tekući dobitak po dionici, a odustane od npr. održavanja kapaciteta on ipak ugrožava buduća ostvarenja preduzeća, a to će pored rasta dobitka po dionici voditi

smanjenju tržišne vrijednosti preduzeća⁶. Sljedeći nedostatak dobitka po dionici, kao mjere kojom izračunavamo profitabilnosti preduzeća nalazi se u činjenici da on ne uzima u obzir iznos kapitala koji učestvuje u njegovom stvaranju. Pa se može dogoditi da dva preduzeća imaju isti dobitak po dionici ali zbog različite visine angažovanog kapitala stopa prinosa jednog bude znatno različita od stope prinosa drugog preduzeća. Ova konstatacija nedvosmisleno nam potvrđuje opasnost koja proizilazi iz parcijalne interpretacije bilo kog pokazatelja.

Izuzetno bitan problem u primjeni ovog racia vezan je na njegovu uporedivost. Uporedivost je sporna kada se radi o upoređivanju između različitih preduzeća. Bez obzira na unificiranje načina obračuna u određenim situacijama može biti ugrožena i uporedivost u posmatranom vremenskom periodu za jedno preduzeće.

Još jedna opasnost koja vrebava upotrebnju vrijednost ovog pokazatelja vezana je za kvalitet iskazanog dobitka. Svo dosadašnje izlaganje i posmatranje o ovom problemu zasnovali smo na pretpostavci da dobitak odražava stvarnu ekonomsku zaradu. Ako to nije tako, onda je neminovna visoka opreznosti u obrazloženju dobitka po dionici

ODNOS IZMEĐU TRŽIŠNE CIJENE DIONICA I DOBITKA PO DIONICI.

Odnos između tržišne cijene dionica i

6 Brigham, E., Houston, J., Fundamentals of Financial Management, 2004. Ohio, str- 26-27.

dobitka po dionici poznat kao P/E ratio predstavlja široko korišteni pokazatelj koji se temelji na kombinovanju tržišnih informacija i informacija iz finansijskih izvještaja. Ovaj ratio je zbog jednostavnosti obračuna i mogućnosti korištenja u različitim modelima vrednovanja veoma popularna mjera performansi preduzeća iz perspektive investitora. Tržišne informacije su lako dostupne, a dobitak po dionici je obavezna informacija koja se objavljuje u

bilansu uspjeha (račun dobiti). Ratio P/E se dobija iz odnosa:

$$\text{P/E ratio} = \frac{\text{Tržišna cijena dionica}}{\text{Osnovni dobitak po dionici}}$$

Ako pođemo od pretpostavke da su tržišne cijene dionica u našem primjeru 95,00 KM, 104,00 KM i 123,00 KM, vrijednosti P/E racia u slučaju analiziranog preduzeća mogu se utvrditi na način prikazan u sledećoj tabeli:

Odnos između tržišne cijene dionica i dobitka po dionici (P/E ratio)

R.br.	Naziv	2018	2019	2020
1	Tržišna cijena dionice	95,00	104,00	123,00
2	Dobitak po dionici	39,83	40,42	41,14
3	P/E ratio (1 : 2)	2,39	2,57	2,99

Ratio P/E pokazuje koliko su investitori spremni da plate za jednu KM dobitka preduzeća. Vidljivo je da ovaj ratio pokazuje za koliko godina, pri datoj tržišnoj cijeni i datom dobitku preduzeće može da zaradi tržišnu vrijednost kapitala. Recentna literatura najčešće ističe da viši nivo ovog racia znači da investitori na tržištu vjeruju u rast i dobru perspektivu preduzeća. U suprotnom niži P/E ratio prihvata se kao indikator nepostojanja mogućnosti za rast i razvoj.

Interpretacija dobijenih rezultata zahtijeva značajnu dozu opreznosti i izbjegavanje oslanjanja na neke zaključke koji prate upotrebu P/E racia. Zašto? Zato što postoje situacije kada kupovina jeftinih dionica (sa nižim P/E raciom) može biti profitabilnija opcija od kupovine skupljih dionica (sa visokim P/E raciom). Ovakav zaključak nije uvijek moguće izvući iz razloga:

- što postoji značajna neizvjesnost u ostvarivanju dobitka,
- što postoje sektori koji uglavnom donose niske prinose, i
- što postoje preduzeća čije je rast upitan ili pak loš.

U praksi često nailazimo na situaciju u kojoj visok P/E ratio ne znači da su dionice skupe. „Preduzeća koja se nalaze u visoko rastućim

sektorima sa dobrim perspektivama za rast, sa visokim povjerenjem investitora u prognoze menadžera, kada je realna predvidivost budućih dobitaka, kada su visoke barijere za ulazak drugih u granu djelatnosti pokazuje da se isplati platiti visoku cijenu za dionice koje će u budućnosti donijeti veće prihode“⁷. Opreznosti nikad kraja. Zato je jako važno analizirati kvalitet dobitka zbog problema koji se vežu za uporedivost ovog pokazatelja među različitim preduzećima. I zaista upotrebljivost P/E racia zavisi i od strukture dobitka. Npr. tranzitorni dobitci, zbog svog prolaznog karaktera, nisu pogodni za projektovanje budućih dobitaka i novčanih tokova i ako ih ostavimo u dobitku po dionici pridonosimo nepreciznost u određivanju očekivanje tržišne vrijednosti dionice. Takođe, ne treba izgubiti iz vida da P/E ratio može biti visok zbog niskog dobitka, a ne zbog visoke cijene.

Pošto je P/E ratio lako izračunati on se veoma često koristi u procesu vrednovanja kapitala preduzeća. Iz ovog odnosa lako se da zaključiti da očekivana vrijednost dionice predstavlja proizvod između P/E racia s jedne strane i projektovanog dobitka po dionici s druge strane.

7 Cahill, M., Analyzing Companies I Valuing Shares, Prentice Hall, London, 2003. str.146-149.

ODNOS IZMEĐU TRŽIŠNE I KNJIGOVODSTVENE VRIJEDNOSTI (P/B) RACIO

Za knjigovodstvenu vrijednost kapitala kažemo da čini razliku između imovine preduzeća iskazane u aktivi i postojećih obaveza iskazanih u pasivi bilanca stanja. A tržišna cijena, za razliku od knjigovodstvene, uključuje buduće performanse preduzeća, što znači da se očekivanja investitora zasnivaju na novčanim tokovima i dobitnim ostvarenjima. Kod preduzeća za koja kažemo da su „zdrava“, tržišna vrijednost dionica je

$$\text{P/E racio} = \frac{\text{Tržišna cijena dionica}}{\text{Osnovni dobitak po dionici}} = \frac{\text{Tržišna cijena dionica}}{(\text{Kapital} - \text{preferencijalne dionice} / \text{broj dionica})}$$

veća od njihove knjigovodstvene vrijednosti. Iz ovoga se izvlači zaključak da su investitori spremni platiti više od knjigovodstvene vrijednosti.

Odnos između knjigovodstvene vrijednosti dionica i tržišne cijene dionica predstavlja relativnu mjeru odstupanja između ovih vrijednosti.

Prilikom utvrđivanja knjigovodstvene vrijednosti kapitala iz nazivnika treba isključiti vrijednost preferencijalnih dionica, zbog činjenice da se utvrđuje knjigovodstvena vrijednost po običnoj dionici. Iz tabele koja slijedi prikazat ćemo na koji način se to radi:

U našem primjeru u kome je predmet analize knjigovodstvena vrijednost dionica i na istoj

zasnovan obračun P/B racia utvrđeni su na sljedeći način.

Obračun knjigovodstvene vrijednosti dionica

R.br.	Naziv	2018	2019	2020
1	Kapital	4.500.000	5.076.250	6.018.125
2	Preferencijalne dionice	400.000	400.000	400.000
3	Knjigovodstvena vrijednost kapitala koji pripada običnim dioničarima (1-2)	4.100.000	4.676.250	5.618.125
4	Običan broj običnih dionica u opticaju na kraju godine	50.000	53.750	55.625
5	Knjigovodstvena vrijednost dionice (3:4)	82,00	87,00	101,00

Obračun P/B racia

R.br.	Naziv	2018	2019	2020
1	Tržišna cijena dionice	95,00	104,00	123,00
2	Knjigovodstvena vrijednost dionice	82,00	87,00	101,00
3	P/E racio (1 : 2)	1,16	1,20	1,22

Poznato je da je kod uspješnih preduzeća vrijednost ovog racia iznad 1 zato ove rezultate možemo ocijeniti kao solidne. U našem primjeru za ove tri godine investitori su spremni da plate dionice iznad njihove knjigovodstvene vrijednosti. Knjigovodstvena vrijednost po jednoj dionici se povećava u situaciji kada imamo veće zadržavanje dobitka u preduzeću. Sljedeće, veći P/B racio predstavlja potvrdu

očekivanja investitora da će preduzeće stvoriti veće prinose u narednim periodu. Važno je takođe naglasiti, da preduzeća koja imaju veću potrebu za angažovanjem fiksne imovine imaju manji P/B racio u odnosu na preduzeća koja se bave uslužnim djelatnostima.

DIVIDENDNI PRINOS

Svaki investitor ima motiv ulagati u dionice ako će one donijeti dovoljan prinos ne gubeći iz vida prisutni rizik. Ukupan prinos dioničara čine dva dijela i to: prinos u vidu kapitalnih dobitaka i prihod u vidu novčanih dividendi.

Dividendni prinos je stopa prinosa koju vlasnici običnih dionica zarađuju po osnovu primanja u vidu novčanih dividendi. Dividendni prinos je indikator sposobnosti preduzeća da stvara dobitke, ali i jedan dio dobitka isplati u vidu dividendi.

Kada izračunavamo dividendni prinos stavljamo u odnos ukupan iznos dividendi po običnoj dionici sa tržišnom cijenom dionica. Formula izgleda ovako:

$$\text{Dividendni prinos} = \frac{\text{Dividenda po običnoj dionici}}{\text{Tržišna cijena dionice}} \times 100$$

Stvarna vrijednosti ovog pokazatelja koristi se u svrhu prikazivanja tekućih i prošlih ostvarenja, ali i očekivane tržišne cijene dionice.

Obračun dividendnih prinosa

R.br.	Naziv	2018	2019	2020
1	Ukupne dividende običnim dioničarima	1.020.000	1.291.450	1.603.200
2	Broj običnih dionica u opticaju na kraju god.	50.000	57.500	60.000
3	Dividende po dionici (1 : 2)	20,40	22,46	26,72
4	Tržišna cijena dionice	95,00	104,00	123,00
5	Dividendni prinos (3 : 4)	21,47	21,60	21,73

Dobiveni rezultati upućuju na sledeće zaključke:

1. Prinosi u vidu dividendi su stabilni
2. Stabilni prinosi omogućavaju relativno lako projektovanje očekivane tržišne cijene dionica u narednoj godini.

UKUPNI PRINOS DIONIČARA

Poznato je da investitori u obične dionice očekuju pored prinosa u vidu novčanih dividendi i prinos u vidu kapitalnih dobitaka. Kapitalni dobitak prikazuje promjene u vrijednosti dionica kao razliku više tržišne

Investitori često koriste podatak o isplata dividendi da bi odredili tržišnu vrijednost dionica. Gore navedena formula navodi na zaključak da tržišna cijena predstavlja odnos između očekivanih dividendi i očekivanog prinosa dioničara. Upotreba dividendnog prinosa za potrebe vrednovanja nudi odgovor zašto se u imeniocu koristi tržišna cijena na kraju godine. Potrebno je imati u vidu da zbog toga što dividendni prinos računamo u odnosu na tržišnu cijenu na kraju godine ova mjera je najrigorozniji način iskazivanja prinosa dioničara. U odnosu na druge pokazatelje on se može preciznije porediti u vremenu, ali i sa drugim preduzećima u okviru iste grane. Kod izvođenja konačnih zaključaka moramo biti veoma pažljivi. Ako pretpostavimo da visoki prinosi u vidu dividendi znače i visoke odlive sredstava iz preduzeća to znači manji dio dobitka ostaje za reinvestiranje odnosno ograničenje za finansiranje ulaganja u nove projekte. Ovo nam nameće zaključak da jedan pokazatelj, ma koliko bio vrijedan, nije dovoljan za sticanje potpune slike o ostvarenjima preduzeća.

cijene dionica i niže nabavne cijene dionica. U obrnutom slučaju javljaju se kapitalni gubici. Pokazatelj TSR - ukupan prinos dioničara objedinjava u obračun i prinose od kapitalnih dobitaka, te na taj način predstavlja najpotpunije mjerilo povećanja ili smanjenja bogatstva dioničara.

Kada želimo izračunati ovaj racio moramo imati na umu dvije stvari.

Prvo: pošto se radi o obračunu prihoda za određeni period na iznos prinosa u vidu dividendi po običnoj dionici treba dodati kapitalni dobitak tog perioda. Kako ga dobijemo? Kao razliku između tržišne cijene

dionica na kraju i tržišne cijene dionice na početku perioda.

Drugo: Prilikom obračuna ovog pokazatelja posmatra se prirast bogatstva dioničara u

odnosu na početnu vrijednost ulaganja u posmatranom periodu.

Obračun ukupnog prinosa dioničara

R.br.	Naziv	2018	2019	2020
1	Dividenda po dionici (D)	20,40	22,46	26,72
2	Kapitalni dobitak (3-4)	19,70	21,60	25,50
3	Tržišna cijena dionice na kraju (P1)	95,00	104,00	123,00
4	Tržišna cijena na početku (P0)	75,30	82,40	97,50
5	Dividende i kapitani dobiti (1+2)	40,1	44,06	52,22
6	Ukupni prinosi dioničara (5 : 4)	54,45	53,47	53,56

ZAKLJUČAK

Iz priloženih obračuna može se zaključiti da je ukupan prihod dioničara, kao mjera ostvarenja preduzeća iz perspektive investitora, najpotpuniji pokazatelj stvaranja vrijednosti za vlasnike.

Međutim sam utisak koji smo stekli obračunom dividendnog prinosa može da zavara i nas i analitičare. Tačno je da je on iznad prinosa na konvertibilne dionice, ali su ti rezultati ipak skromni u odnosu na ukupne prinose koji na adekvatan način otkrivaju atraktivnost ovog preduzeća za ulaganja.

Ne smijemo izgubiti iz vida još jedno bitno upozorenje pri upotrebi ovog racia. Ovaj racio otkriva ukupne prinose vlasnika, ali rizično ga je koristiti za procjenu doprinosa menadžera ostvarenom uspjehu preduzeća.

Ovo iz razloga što kretanje cijena dionica nije uvijek posljedica kvaliteta odluka menadžera. Oscilacije koje se događaju na tržištu u velikoj mjeri su mimo mogućnosti menadžera da na njih utiču. U tim uslovima procjena kvaliteta menadžera i zasnivanje podsticajnih sistema na visini ukupnog prinosa dioničara može da bude kontraproduktivno i pogrešno.

LITERATURA

- [1] Malinić. D., Milićević. V., Stevanović. N., Upravljačko računovodstvo, Ekonomski fakultet Beograd, 2013. god.str. 128.
 [2] Malinić. D., Milićević. V., Stevanović. N.,

Upravljačko računovodstvo, Ekonomski fakultet Beograd, 2013. god.str. 128.

- [3] Malinić, D., Politika dobiti korporativnog preduzeća , Ekonomski fakultet, Beograd ,2007, str 19-27.
 [4] Lee, T., Income and Value Measurement , Thomson Publishing Company, London 1996.p. 48.
 [5] Preferencijalne dividende uključuju one koje se dobiju na temelju nekumulativnih preferencijalnih dionica koje su objavljene za taj period nezavisno da li su dividende objavljene ili ne.
 [6] Brigham, E., Houston, J., Fundamentals of Financial Managment, 2004 Ohio, str- 26-27.
 [7] Cahill, M., Analyzing Companies i Valuing Shares, Prentice Hall, London, 2003. str.146-149.
 [8] Damodaran. Korporativne finansije, Modus, Podgorica 2007 godine.
 [9] MRS -33 Zarade po dionici