

Autor: mr Draženko Lukač

Analiza slobodnih novčanih tokova za 10 naj privrednih društava u Srbiji po neto dobitku u 2013. godini

Uspeh preduzeća ne zavisi samo od njegove sposobnosti da generiše prihode i dobitna ostavrenja, već takođe i od toga i da kreira pozitivne novčane tokove, posebno slobodne novčane tokove. Slobodni novčani tokovi predstavljaju diskrecione novčane tokove koji su raspoloživi vlasnicima, i oni sa njima mogu da otplate dug, isplate dividendu ili otkupe akcije (udele). Postoje brojni načini za izračunavanje slobodnih novčanih tokova. Mi smo koristili najčešću formulu neto novčani tokovi iz poslovnih aktivnosti manje kapitalni izdaci.

Marža slobodnih novčanih tokova predstavlja odnos slobodnih novčanih tokova i prihoda i to je pokazatelj koji pokazuje sposobnost preduzeća da stvara vrednost. Pokretači marže slobodnih novčanih tokova i implicate vrednosti su: stopa poslovnog dobitka pre amortizacije, gotovinski ciklus i odnos kapitalnih izdataka i prihoda. Ovaj poslednji ima negativan uticaj na tekuće slobodne novčane tokove ali obezbeđuje kreiranje vrednosti u dugom roku.

Na strani efikasnosti povećanje potraživanja i zaliha troši slobodne novčane tokove, dok povećanje dobavljača obezbeđuje novčane tokove..

U nastavku ćemo predstaviti analizu slobodnih novčanih tokova i njihovih pokretača na uzorku 10 preduzeća koja su u 2013. godini ostvarili najveći neto dobitak. Posmatrani period je period od 2011 do 2013. godine.

NIS AD NOVI SAD	2011	2012	2013
Slobodni novčani tokovi u 000 rsd	2,475,988	(2,075,867)	22,859,240
Stopa poslovnog dobitka pre amortizacije u %	25,54	31,51	26,27
Gotovinski ciklus u danima	19,44	28,69	38,46
Kapitalni izdaci / prihodi u %	17,40	17,19	20,01
Marža slobodnih novčanih tokova u %	1,32	(0,92)	9,06
TELENOR DOO BEOGRAD	2011	2012	2013
Slobodni novčani tokovi u 000 rsd	10,620,519	10,627,852	12,646,176
Stopa poslovnog dobitka pre amortizacije u %	42,80	40,51	40,17
Gotovinski ciklus u danima	3,61	9,64	27,10
Kapitalni izdaci / prihodi u %	13,58	8,19	7,87
Marža slobodnih novčanih tokova u %	28,18	25,99	30,12
TARKETT DOO BAČKA PALANKA	2011	2012	2013
Slobodni novčani tokovi u 000 rsd	(1,271,921)	238,790	3,312,601
Stopa poslovnog dobitka pre amortizacije u %	21,33	21,04	20,38
Gotovinski ciklus u danima	40,43	51,03	41,80

Kapitalni izdaci / prihodi u %	3,60	2,33	4,98
Marža slobodnih novčanih tokova u %	(9,66)	1,57	21,46
TIGAR TYRES DOO PIROT	2011	2012	2013
Slobodni novčani tokovi u 000 rsd	753,834	2,613,005	2,346,877
Stopa poslovnog dobitka pre amortizacije u %	15,92	17,24	24,64
Gotovinski ciklus u danima	77,47	78,56	56,20
Kapitalni izdaci / prihodi u %	7,84	5,26	20,00
Marža slobodnih novčanih tokova u %	3,28	10,52	8,44
SUNOKO DOO NOVI SAD	2011	2012	2013
Slobodni novčani tokovi u 000 rsd	3,201,165	2,848,109	(5,152,818)
Stopa poslovnog dobitka pre amortizacije u %	14,07	37,67	30,75
Gotovinski ciklus u danima	(4,98)	40,76	148,32
Kapitalni izdaci / prihodi u %	5,14	6,93	17,37
Marža slobodnih novčanih tokova u %	16,25	14,78	(24,84)
DELHAIZE SERBIA DOO	2011	2012	2013
Slobodni novčani tokovi u 000 rsd	(5,433,320)	5,391,387	(1,575,892)
Stopa poslovnog dobitka pre amortizacije u %	5,10	5,03	6,69
Gotovinski ciklus u danima	(30,76)	(32,66)	(43,96)
Kapitalni izdaci / prihodi u %	4,72	2,76	5,16
Marža slobodnih novčanih tokova u %	(8,09)	7,41	(2,08)
HEMOFARM AD VRŠAC	2011	2012	2013
Slobodni novčani tokovi u 000 rsd	(2,222,240)	3,495,520	4,220,904
Stopa poslovnog dobitka pre amortizacije u %	25,64	23,44	17,37
Gotovinski ciklus u danima	94,84	80,35	71,46
Kapitalni izdaci / prihodi u %	7,14	4,32	5,17
Marža slobodnih novčanih tokova u %	(10,99)	14,81	17,93
AD IMLEK BEOGRAD	2011	2012	2013
Slobodni novčani tokovi u 000 rsd	1,470,400	3,250,980	2,763,587
Stopa poslovnog dobitka pre amortizacije u %	18,85	20,15	20,00
Gotovinski ciklus u danima	52,40	47,04	43,37
Kapitalni izdaci / prihodi u %	5,21	5,44	3,07
Marža slobodnih novčanih tokova u %	7,75	15,97	13,22

COCA-COLA BEOGRAD	HBC-SRBIJA-DOO	2011	2012	2013
Slobodni novčani tokovi u 000 rsd		2,459,078	2,939,614	2,638,924
Stopa poslovnog dobitka pre amortizacije u %		17,29	10,39	11,24
Gotovinski ciklus u danima		(11,48)	(16,67)	(17,13)
Kapitalni izdaci / prihodi u %		5,22	1,84	1,32
Marža slobodnih novčanih tokova u %		12,12	10,78	9,38
IM MATIJEVIĆ DOO NOVI SAD		2011	2012	2013
Slobodni novčani tokovi u 000 rsd		1,372,021	525,432	688,752
Stopa poslovnog dobitka pre amortizacije u %		16,32	13,69	12,12
Gotovinski ciklus u danima		5,44	11,86	16,22
Kapitalni izdaci / prihodi u %		3,60	8,12	2,49
Marža slobodnih novčanih tokova u %		10,13	3,06	3,91

Preduzeća Coca Cola HBC-Srbija i Delhaize Serbia imaju negativan gotovinski ciklus, što je posledica sporog izmirivanja obaveza prema dobavljačima. Svakako da je ovakvo ponašanje uslovljeno njihovom tržišnom pozicijom. Hemofarm ima najduži gotovinski ciklus u kontinuitet. Dugačak gotovinski ciklus je inače karakteristika za farmaceutske industrije ne samo u našoj zemlji već i u razvijenim tržišnim zemljama.

Na primeru preduzeća Sunoko u 2013. godini možemo da vidimo kako snažne negativne posledice na slobodne novčane tokove mogu da imaju povećanje gotovinskog ciklusa i veliki kapitalni izdaci u tekućem periodu.

U sledećoj tabeli su prikazane minimalne, maksimalne i prosečne vrednosti za maržu slobodnih novčanih tokova i njenih pokretača u periodu od 2011 do 2013. godine za preduzeća koja su u 2013. godini ostvarila najveću dobit.

Pokazatelj/Vrednost	Minimum	Medijana	Maksimum
Marža slobodnih novčanih tokova	-24,84%	9,22%	30,12%
Stopa poslovnog dobitka pre amortizacije	5,03%	20,08%	42,80%
Gotovinski ciklus	-43,96 dana	32,58 dana	148,32 dana
Stopa kapitalnih izdataka	1,32%	5,22%	20,01%

Medijana marže slobodnih novčanih tokova u posmatranom periodu je **9,22%**. Preduzeće Sunoko je ostvarilo najnižu maržu, -24,84% i to u 2013. godini. U istoj godini Telenor je ostvario najveću maržu slobodnih novčanih tokova, 30,12%

Koeficijent proste linearne korelacije kao relativna mera uzima vrednosti od -1 do 1. Ukoliko uzima pozitivne vrednosti, korelacija između pojava je direktna ili pozitivna (obe pojave pokazuju istosmerne varijacije). U slučaju kada je koeficijent korelacije manji od 1 veza je inverzna ili negativna. Kada imamo negativnu korelaciju to znači da kada jedna pojava raste druga opada, i obrnuto. U našoj analizi mi imamo očekivano negativnu korelaciju između marže slobodnih novčanih tokova i gotovinskog ciklusa, kao i između marže slobodnih novčanih tokova i stope kapitalnih izdataka.

U sledećoj tabeli su prikazani koeficijenti korelacije između marže slobodnih novčanih tokova i njenih pojedinih *pokretača*.

Korelacija marže slobodnih novčanih tokova sa stopom poslovnog dobitka pre amortizacije	0,322819
Korelacija marže slobodnih novčanih tokova sa gotovinskim ciklusom	-0,272897
Korelacija marže slobodnih novčanih tokova sa stopom kapitalnih izdataka	-0,159799

Napomena: Pokazatelji su računati na osnovu podataka iz pojedinačnih finansijskih izveštaja. Kao aproksimacija za promene na nenovčanom obrtnom kapitalu je korišćen gotovinski ciklus računat na osnovu obrta potraživanja, zaliha i obaveza iz poslovanja. Znači nisu uzete u obzir promene na pozicijama porez na dodatu vrednost i AVR, odloženih poreskih sredstava, ostalih kratkoročnih obaveza, i obaveza po osnovu PDV-a i ostalih javnih prihoda. Slobodni novčani tokovi su računati kao razlika između neto novčanih tokova iz poslovnih aktivnosti i odliva za kupovinu nematerijalnih ulaganja, nekretnina, postrojenja, opreme i bioloških sredstava.