

Informacija o namjeri pripajanja privrednog društva AD "Održavanje željezničkih voznih sredstava" Podgorica privrednom društvu "Željeznički prevoz Crne Gore" AD Podgorica

U toku 2011. godine, a u skladu sa Strategijom restrukturiranja željeznice, iz privrednog društva „Željeznički prevoz Crne Gore“ AD Podgorica (u daljem tekstu AD ŽPCG) izdvojeno je AD „Održavanje željezničkih voznih sredstava“ Podgorica (u daljem tekstu AD OŽVS), kao jedino društvo u državi čija je djelatnost održavanje voznih sredstava. Nakon restrukturiranja, proces odvajanja nije sproveden do kraja, u smislu prenosa imovine i osiguravanja tržišnog poslovanja AD OŽVS. Zastarjela oprema, neuslovne, i u tehničkom kapacitetu, nedovoljno opremljene radionice, uslovile su smanjenje obima pružanja usluga održavanja voznih sredstava isključivo na nivou održavanja, bez mogućnosti srednjih opravki. Osim toga, u prethodnim godinama, značajno je povećan broj zaposlenih u kompaniji, koji je, između ostalog, doveo do enormnih dugovanja po osnovu poreza i doprinosa.

Privredno društvo AD OŽVS godinama bilježi značajne gubitke u poslovanju, po procjenama na kraju 2023. godine gubitak iznosi približno EUR 900.000 (na 31.12.2022 gubitak je iznosio EUR 873.063, a na 31.12.2021 EUR 573.718). Visok nivo troškova ne omogućava postizanje stope profitabilnosti uobičajenih za vrstu djelatnosti. Kako godinama unazad bilježi velike gubitke u poslovanju, Društvo se suočava sa konstantnom nelikvidnošću koja rezultira učestalim blokadama računa, kao i nemogućnošću redovnog servisiranja dospjelih obaveza. Neto obrtni kapital je negativan pošto su obaveze veće od potraživanja i zaliha. Po preliminarnim bilansima, na 31.12.2023 godine, kratkoročne obaveze su približno duplo veće od kratkoročne imovine. Manjak likvidnih operativnih sredstava na 21.11.2023 godine aproksimiran je na osnovu dospjelih obaveza u odnosu na potraživanja i iznosi EUR -5 mil. Ukupne obaveze Društva na 8.2.2023 iznose EUR 5.970.822. Obaveze prema Upravi Prihoda i carina iznose blizu EUR 5 mil, pri čemu svakog mjeseca dopijeva kamata na dug u iznosu približno EUR 35.000, što u konačnom za 2023. godinu iznosi preko EUR 400.000. Godinama nazad EBITDA je negativna i na kraju 2023. iznosi približno EUR -170.000, na kraju 2022. EUR -270.157, a na kraju 2021. EUR -356.026. ROA i ROE su negativni u kontinuitetu zbog poslovanja sa gubitkom. U ukupnim troškovima, trošak zaposlenih čini preko 70%. Stanje gotovine na računima po preliminarnim bilansima na 31.12.2023. godine iznosi EUR 54.724. Generalna situacija u Društvu je suočavanje sa realnim rizikom od stečaja.

Budući da je osnovna djelatnost AD OŽVS održavanje željezničkih voznih sredstava u putničkom i teretnom saobraćaju (putnička i teretna kola, lokomotive i ostala željeznička vozna sredstva), ovo Društvo prihod formira realizacijom usluga iz tekućeg, redovnog i vanplanskog održavanja voznih sredstava u vlasništvu AD ŽPCG i AD „Montecargo“ Podgorica (u daljem tekstu AD MC). Sama uloga djelatnosti održavanja je bitna sa aspekta obezbjeđivanja tehničkog osoblja, rezervnih djelova za zamjenu istrošenih i oštećenih, tehničke opremljenosti radionica i depoa potrebnom opremom i alatima, a sve u cilju pravilnog i prije svega preventivnog održavanja voznih sredstava. Društvo u svom poslovanju i radu podliježe odredbama Zakona o željeznici, Zakona o bezbjednosti, organizaciji i efikasnosti željezničkog prevoza, pravilnika koji se odnose na održavanje željezničkih vozila i drugim propisima.

Bitno je naglasiti da AD OŽVS nema direktan uticaj na realizaciju obima usluga, već isključivo zavisi od dinamike uvođenja voznih sredstava u opravke od strane vlasnika voznih sredstava. U ovakvim uslovima privređivanja i poslovanja, jedini korisnici koje AD OŽVS u ovom trenutku prepoznaje jesu AD ŽPCG i AD MC. U uslovima privređivanja u kojima ovo Društvo posluje, nemoguće je bilo izbjeći krizu uspjeha koja se ogleda kroz pad prihoda iz redovne djelatnosti, pad likvidnosti, smanjenje radnog kapitala, produženje dana naplate potraživanja, smanjenje novčanog toka i dr.

Strateško pitanje shodno potrebama planiranog putničkog i robnog saobraćaja jeste obezbjeđenje materijalno-tehničke ispravnosti voznih sredstava za planirani red vožnje. Uloga djelatnosti održavanja željezničkih voznih sredstava je važna sa aspekta obezbjeđenja redovnog i vanrednog održavanja voznih sredstava, tehničke opremljenosti radionica i depoa potrebnom opremom i alatima, u cilju pravilnog i po mogućnosti preventivnog održavanja a samim tim i obezbjeđenja potrebnog broja voznih sredstava sa aspekta ispravnosti i bezbjednosti.

AD OŽVS na dan 08.12.2023. godine ima 189 zaposlenih, od čega 179 izvršilaca na neodređeno vrijeme, a 10 izvršilaca na određeno vrijeme.

Sa aspekta djelatnosti AD OŽVS, koje vrši usluge tekućeg održavanja voznih sredstava kod kojih su vlasnici izvršili redovne investicione opravke, raspoloživost vučnih vozila u odnosu na potrebe za izvršenjem reda vožnje ostvarena je sa zavidnim procentom: 98,60% za vučna vozila AD ŽPCG i 98,30 % za vučna vozila AD MC. Za vučena vozna sredstva procenat eksploatacije za AD ŽPCG je 62% odnosno 25 kola od ukupno 40, dok AD MC trenutno raspolaže sa 405 kola.

Smatramo bitnim napomenuti da je, prema ranije dostavljenim podacima vlasnika vozila AD ŽPCG i AD MC, tokom 2021. i 2022. godine izdvojeno ukupno EUR 5.180.710,00 za remont voznih sredstava van Crne Gore.

Struktura kapitala AD OŽVS na dan 31.12.2022. godine (nemamo podatak na 31.12.2023):

Akcionar	Broj akcija	Vrijednost	Procentualno učešće
Država Crna Gora	3.845.017	17.946.913	85.44%
Fizička lica	355.019	1.657.087	7.89%
Otvoreni investicioni fond TREND	108.459	506.243	2.41%
Republički fond PIO	69.306	323.493	1.54%
Otvoreni investicioni fond MONETA	45.117	210.588	1.00%
Društvo za menadžment poslove i upravljanje nekretninama MIG	38.246	178.517	0.85%
Zavod za zapošljavanje Republike Crne Gore	27.635	128.989	0,61%
Unipred Bijelo Polje	3.863	18.031	0.09%
Ostala pravna lica	7.350	34.307	0.16%
Svega akcijski kapital	4.500.012	21.004.168	100%

Država Crna Gora koja je većinski vlasnik Društva sa 85% učešća u kapitalu mora prepoznati strateški značaj revitalizacije AD OŽVS koje je formirano sa ciljem održavanja željezničkih

voznih sredstava i na teritoriji Crne Gore jedina specijalizovana kompanija za pružanje ovih usluga. Budući razvoj kompanije zadržaće odliv finansijskih sredstava iz Države Crne Gore ka inostranim remonterima koji sada vlasnici vozni sredstava plaćaju za remonte van Crne Gore, u nedostatku kapaciteta domaće kompanije za pružanje tih usluga.

ZAKLJUČAK

Imajući u vidu gore navedene informacije, poslovanje AD OŽVS, kao i scenarije navedene u studijama rađenim u prethodnoj godini, smatramo da je potrebno preduzeti mjere i postupke za restrukturiranje AD OŽVS putem pripajanja AD ŽPCG, a na osnovu smjernica datih u „Završnom izvještaju u okviru željezničkog zadatka 21“, odrađenog u okviru Ugovora o pružanju tehničke podrške za jačanje kapaciteta u sektoru saobraćaja i Studiji opravdanosti pripajanja privrednog društva Održavanje željezničkih vozni sredstava privrednom društvu Željeznički prevoz Crne Gore“, koja je odrađena od strane projektnog tima Ekonomskog fakulteta UCG, a koje su prilog ove Informacije.

Kako sve analize pokazuju da je stečaj OŽVS neizbježan, a što bi se negativno odrazilo kako na poslovanje željezničkih prevoznika, tako i na bezbjednost željezničkog saobraćaja (usljed nemogućnosti propisanog, redovnog održavanja vozni sredstava), spajanje AD OŽVS putem pripajanja AD ŽPCG je najprihvatljiviji scenario, kako u pogledu statusa društva, skoro 200 zaposlenih, tako i bezbjednog odvijanja željezničkog saobraćaja.

Pripajanje AD OŽVS treba da dovede do racionalizacije poslovanja, čime bi se unaprijedila likvidnost Društva i stvorili uslovi za izmirenje obaveza koje po preliminarnim bilansima na 8.2.2023. iznose EUR 5.970.822. Sama realizacija pripajanja se ogleda i u smislu smanjenja troškova menadžmenta Društva AD OŽVS.

Procijenjeni trošak za isplatu nesaglasnim akcionarima za oba akcionarska društva i obaveze prema zaposlenima je EUR 2 miliona.

Teška situacija u kojoj se ovo Društvo nalazi ogleda se i u nemogućnosti korišćenja sredstava državne pomoći za ulaganje i obnavljanje infrastrukture, zbog velikog akumuliranog gubitka i višegodišnjeg gomilanja poreskih dugova. Osim navedenog, rizici sa kojima se Društvo suočava, pored ograničene ponude i baze korisnika za usluge održavanja, uključuju i prekomjeran broj zaposlenih i značajnu neravnotežu između administrativnog i tehničkog osoblja, sa udjelom troškova zarada u ukupnim rashodima od preko 70%.

S poštovanjem,

MINISTAR

Filip Radulović



Studija opravdanosti pripajanja privrednog društva Održavanje željezničkih voznih sredstava privrednom društvu Željeznički prevoz Crne Gore



Naručilac projekta: Željeznički prevoz Crne Gore AD (ŽPCG) i Održavanje željezničkih voznih sredstava (OŽVS)

Projektni tim:

Rukovodilac: docent dr Vladimir Đurišić

Član: prof. dr Milivoje Radović

Član: mr Milica Vukčević

Član: mr Nikola Martinović

Tabela 8. OŽVS – Analiza iskaza o finansijskom rezultatu.....	15
Tabela 9. OŽVS – Pokazatelji likvidnosti.....	16
Tabela 10. OŽVS – Struktura izvora finansiranja.....	16
Tabela 11. OŽVS – Efikasnost korišćena imovine.....	17
Tabela 12. OŽVS – Pokazatelji tržišne likvidnosti.....	18
Tabela 13. Ukupna aktiva kompanije ŽPCG (2022-2020).....	19
Tabela 14. Analiza strukture poslovne aktive kompanije ŽPCG (2022-2020).....	20
Tabela 15. Analiza strukture operativne aktive kompanije ŽPCG (2022-2020).....	21
Tabela 16. Analiza strukture obrtne imovine kompanije ŽPCG (2022-2020).....	22
Tabela 17. Struktura Potraživanja od kupaca (ŽPCG).....	23
Tabela 18. Struktura stalne imovine kompanije ŽPCG (2022-2020).....	24
Tabela 19. Ukupna aktiva kompanije OŽVS (2022-2020).....	25
Tabela 20. Analiza strukture poslovne aktive kompanije OŽVS (2022-2020).....	26
Tabela 21. Analiza strukture operativne aktive kompanije OŽVS (2022-2020).....	27
Tabela 22. Analiza strukture obrtne imovine kompanije OŽVS (2022-2020).....	27
Tabela 23. Struktura stalne imovine kompanije OŽVS (2022-2020).....	29
Tabela 24. ŽPCG – Ukupne obaveze.....	33
Tabela 25. ŽPCG – Struktura ukupnih obaveza.....	33
Tabela 26. ŽPCG – Struktura kratkoročnih obaveza.....	34
Tabela 27. ŽPCG – Struktura ostalih obaveza iz poslovanja i ostalih kratkoročnih obaveza.....	34
Tabela 28. ŽPCG – Dugoročna rezervisanja i dugoročne obaveze.....	35
Tabela 29. ŽPCG – Struktura dugoročnih obaveza.....	35
Tabela 30. OŽVS – Ukupne obaveze.....	36
Tabela 31. OŽVS – Struktura obaveza.....	36
Tabela 32. OŽVS – Struktura kratkoročnih obaveza.....	36
Tabela 33. OŽVS – Ostale obaveze iz poslovanja i ostale kratkoročne obaveze.....	37
Tabela 34. OŽVS - Obaveze po osnovu PDV i ostalih javnih prihoda.....	37
Tabela 35. OŽVS – Dugoročna rezervisanja i dugoročne obaveze.....	38
Tabela 36. Projektovani bilans uspjeha nakon spajanja.....	41
Tabela 37. Projektovani bilans stanja nakon spajanja.....	45
Tabela 38. Stavke projektovanih bilansa nakon spajanja – Scenario 1.....	50
Tabela 39. Pokazatelji likvidnosti – komparacija – Scenario 1.....	51
Tabela 40. Pokazatelji finansijske strukture i dugoročne finansijske ravnoteže – Scenario 1.....	52
Tabela 41. Pokazatelji profitabilnosti nakon spajanja – Scenario 1.....	52
Tabela 42. Pokazatelji rentabilnosti – Scenario 1.....	52
Tabela 43. Projektovani pokazatelji efikasnosti korištenja imovine – Scenario 1.....	53
Tabela 44. Projektovani bilans stanja nakon spajanja – Scenario 2.....	55
Tabela 45. Projektovani bilans stanja nakon pripajanja – Scenario 2.....	59
Tabela 46. Komparacija pozicija bilansa uspjeha.....	63
Tabela 47. Pokazatelji likvidnosti - komparacija.....	63
Tabela 48. Pokazatelji finansijske strukture i dugoročne finansijske ravnoteže.....	64

Uvod

Na privredni razvoj Crne Gore i unapređenje njene konkurentnosti značajan uticaj imaće željeznički saobraćaj u budućem periodu. Funkcionisanje ove djelatnosti ne treba izolovano posmatrati već njoj treba pristupiti kao važnom infrastrukturnom segmentu. Funkcionisanje željezničkog saobraćaja organizovano je kroz poslovanje četiri privredna društva koja angažuju preko 1600 zaposlenih, što je važan socio-ekonomski indikator, koji utiče na tržište rada. Takođe, ove kompanije imaju vrijednost aktive od preko 650,000,000.00 EUR-a.

Finansijsko stanje u ovom sektoru je loše. Uzrok tome prepoznat je u imidžu željezničkog saobraćaja, iz ugla krajnjih korisnika, kojeg karakteriše: otkazivanje i neredovnost vozova, vrijeme trajanja vožnje, visok rizik za bezbjednost putovanja, te nezadovoljavajuća higijena vozova i pratećih objekata. Za posljedicu imamo da korisnici preferiraju druge oblike prevoza, koji dobijaju status direktnog konkurenta. Finansijska podrška države u obliku subvencija usmjerena je na isplatu zarada zaposlenima čime se obezbjeđuje kontinuirano poslovanje, umjesto da je kanalisana u pravcu investicionih aktivnosti i modernizaciju infrastrukture i opreme.

Jedan od zajedničkih problema pomenutih kompanija predstavlja akumulirani poreski dug iz prethodnog perioda. Najveće opterećenje poreskim dugom veže se za akcionarsko društvo Održavanje željezničkih voznih sredstava. S tim u vezi, kontinuitet poslovanja ovog preduzeća je doveden u pitanje, što potvrđuju rezultati primjene Altmanovog *Z score* modela za prethodne tri godine. Međutim, važno je naglasiti da ovaj privredni subjekat ne ostvaruje prihode po osnovu subvencija od države za razliku od kompanija Željeznički prevoz Crne Gore i Željeznička infrastruktura Crne Gore.

Polazeći od međusobnog značaja sve četiri kompanije za funkcionisanje željezničkog sistema u cjelini, važno je obezbijediti kontinuitet njihovog poslovanja u budućem periodu. Dakle, mogući stečaj kompanije AD OŽVS imao bi najveći direktni negativan uticaj na poslovanje kompanija AD ŽPCG i AD MONTECARGO. Intenzitet poslovne saradnje među ovim kompanijama ogleda se u činjenici da AD OŽVS gotovo cjelokupne prihode generiše pružanjem usluga ovim kompanijama.

U funkciji prevazilaženja ovog izazova, potrebno je ispitati ekonomsko-finansijsku opravdanost pripajanja kompanije AD OŽVS kompaniji AD ŽPCG, kroz dva scenarija, što je ujedno cilj ove studije. Osnovna razlika između pomenutih scenarija ogleda se predlogu optimizacije broja zaposlenih odnosno iznos troškova zarada. Dodatno, svrha ove studije je da identifikuje ključne faktore održive konkurentnosti, kako bi donosiocima odluka (rukovodstvu preduzeća i kreatorima politika) obezbijedila konzistenciju i transparentnost ciljeva i strategija pomoću kojih bi se, prije svega, zaštitio javni interes građana Crne Gore i spriječilo propadanje željezničkih privrednih subjekata.

1. Strateški značaj željezničkog sektora za privredni razvoj Crne Gore

Osnovne karakteristike saobraćaja kao samostalne privredne grane, ukazuju da je riječ o proizvodnoj, logističkoj, uslužnoj, tercijarnoj i infrastrukturnoj djelatnosti. Željeznički saobraćaj kroz svojoj razvoj u prethodne dva vijeka, ide u pravcu konstantnog napretka i velikih ulaganja sa ciljem pospješivanja cjelokupnih privrednih aktivnosti.

Proces razvoja željezničke infrastrukture se upravo poklapao i sa procesom privrednog razvoja države. Crna Gora je svoj proces ubrzane industrijalizacije započela poslije Drugog svjetskog rata. U pitanju je bio opšti trend koji je zahvatio i zemlje Zapadne Evrope jer se tada smatralo da industrijalizacija vodi bržem izlasku iz siromaštva, a takvu strategiju su nametale tadašnje spoljno-političke okolnosti. Proces transformacije crnogorske privrede je bio brz i ona se od agrarne privrede transformisala u privredu u kojoj je, na početku procesa tranzicije, gotovo polovinu BDP-a kreirala industrija. Upravo je i tom dijelu razvoj željezničke infrastrukture bio značajan za povezivanje preduzeća koja su se nalazila na različitim fazama proizvodnog ciklusa. Uključivanje više različitih komitenata u teretenom saobraćaju, povezivanje sa Lukom Bar, dodatno je doprinosilo povećanju obima prevoza. U ekonomskom smislu razvoja Crne Gore u prethodnom vijeku najviše s očekivalo od izgradnje pruge Beograd-Bar koja je počela sa radom 1976. godine. Sve prethodno navedene činjenice idu u prilog argumentu da je željeznički sektor igrao značajnu ulogu u procesu privrednog razvoja Crne Gore u prethodnom vijeku.

Međutim, devedesete godine prošlog vijeka i proces tranzicije koje je uslijedio, za posljedicu je imao da je željeznička mreža zajedno sa voznim sredstvima, bila značajno zapuštena. Nakon velikog investicionog ciklusa u Crnoj Gori (2006- 2013) koji je realizovan ulaganjem u generalni remont, modernizaciju i elektrifikaciju dijela željezničke infrastrukture, nabavku novih elektromotornih vozova, stanje je značajno popravljeno. Restrukturiranje vertikalno integrisane Željeznice Crne Gore a.d. u četiri nezavisna akcionarska društva i preuzimanje dugova po osnovu zajmova nije bilo dovoljno za potpuno ozdravljenje, pa novoformirana društva karakterišu negativni bilansi, likvidnost i otežani razvoj.¹

Postojeću željezničku mrežu u Crnoj Gori čine jednokolosiječne pruge normalne širine:

- ✓ Vrbnica - Bar, dio pruge Beograd - Bar koji prolazi kroz Crnu Goru.
- ✓ Podgorica - Tuzi – državna granica (dio pruge Podgorica - Skadar).
- ✓ Podgorica - Nikšić.

U cilju maksimiziranja razvojnih potencijala Crne Gore Strategijom razvoja željeznice za period do 2027. godine, predviđene su dodatne investicije u razvoj željeznice, sa ciljem

¹ Strategija razvoja željeznice 2007-2017. godine

2. Situaciona analiza poslovnih performansi AD ŽPCG

Polazeći od osnovnog cilja izrade ovog elaborata u ovom dijelu studije urađena je analiza finansijskih performansi preduzeća AD ŽPCG na bazi zvaničnih finansijskih iskaza. Svrha ovog segmenta je da postane osnov za komparaciju nakon potencijalnog spajanja, te da se sagleda efekat i mogućnost pripajanja kompanije AD OŽVS.

Poslovni prihodi koje je akcionarsko društvo "Željeznički prevoz Crne Gore" (u daljem tekstu AD ŽPCG) ostvarilo tokom 2022. godine iznosili su 10,327,499 EUR. Poslovni prihod porastao je za 9.26% u odnosu na 2021. godinu, i 14.48% u odnosu na 2020. godinu. U strukturi poslovnih prihoda, prihodi od prodaje učestvuju sa 29.78%, dok 70.22% prihoda čine ostali prihodi iz poslovanja. Najveći dio prihoda od prodaje čine prihodi iz lokalnog, kao i prihodi iz međunarodnog saobraćaja. Prihodi od lokalnog saobraćaja čine 40% poslovnih prihoda, dok prihodi iz međunarodnog saobraćaja čine 49% poslovnih prihoda. Za poslovanje ovog preduzeća, najveći značaj imaju ostali prihodi iz poslovanja, koji za 2022. godinu iznose 7,247,948 EUR (70.22% poslovnog prihoda), a njih generišu prihodi od subvencija države (u iznosu od 7,176,308 EUR za 2022. godinu, odnosno 6,999,318 EUR-a za 2021.). Primjetno je da su subvencije države povećane za 176,990 EUR-a u odnosu na 2021. godinu.

Rast prihoda praćen je rastom troškova poslovanja, sa stopom rasta od 3.19% u odnosu na prethodnu godinu. U strukturu troškova poslovanja ulaze troškovi materijala i nabavna vrijednost prodane robe, ostali troškovi poslovanja, kao i amortizacija. Troškovima materijala obuhvaćeni su troškovi rezervnih djelova, troškovi električne energije, troškovi goriva, kao i troškovi alata i inventara. Ostali troškovi poslovanja obuhvataju troškove proizvodnih usluga i nematerijalne troškove. Značajan udio u troškovima proizvodnih usluga čine troškovi usluga održavanja vozni sredstava (u iznosu od 941,026 EUR). Za razliku od pomenutih kategorija troškova, troškovi zarada ostvarili su neznatan rast (0.5% u odnosu na 2021. godinu).

Dodatna specifičnost analiziranog iskaza o finansijskom rezultatu sadržana je u poziciji rashodi finansiranja. Od ukupnog iznosa (177,978 EUR) gotovo 80% čine troškovi kamata po osnovu dužničko-povjerilačkih odnosa sa preduzećem „AD Željeznička infrastruktura Crne Gore“.

Tabela 1. ŽPCG – Analiza iskaza o finansijskom rezultatu

Odabrane stavke	2022	2021	2020
Prihod od prodaje	3,079,551	2,260,959	1,388,942
Ostali prihodi iz poslovanja	7,247,948	7,190,826	7,632,247
Poslovni prihod	10,327,499	9,451,785	9,021,189

narušeno zlatno pravilo finansiranja. Posmatrano iz ugla dugoročnih izvora finansiranja i dugoročno vezanih sredstava, jasno je da je finansijska stabilnost preduzeća ugrožena za sve posmatrane godine, jer preduzeće ne može dugoročnim izvorima finansiranja pokriti dugoročno vezana sredstva, što je prikazano u tabeli 3. Ipak, ovaj pokazatelj za posmatrani period bilježi trend pada, što govori o poboljšanom odnosu dugoročnih izvora i dugoročno vezanih sredstava.

Tabela 3. ŽPCG – Struktura izvora finansiranja

Struktura izvora finansiranja	2022	2021	2020
Koeficijent finansijske stabilnosti	1.407	1.467	1.520
Stepen zaduženosti	49%	58%	61%
Stepen samostalnosti	51%	42%	39%
Stepen sigurnosti	1.05	0.73	0.64
Koeficijent pokriva kamata	10	18	14

Izvor: Kalkulacija autora

Na osnovu tabele 3 možemo vidjeti i strukturu izvora finansiranja. S tim u vezi, jednostavno je primijetiti da stepen zaduženosti bilježi trend pada u toku analiziranog perioda, sa 61% u 2020. godini, na 49%, koliko je iznosio na kraju 2022. godine. Samim tim, stepen sigurnosti za 2022. godinu veći je od jedan, što znači da sopstvena sredstva uzimaju veće učešće u ukupnoj imovini od pozajmljenih sredstava.

U tabeli 4, prikazani su pokazatelji profitabilnosti. Profitabilnost je analizirana pomoću pokazatelja odnosa neto dobiti, poslovne dobiti, i marže pokrića prema poslovnim prihodima. Stopa marže pokrića izuzetno je visoka za sve posmatrane godine (zato što marža pokrića uzima u obzir samo troškove materijala i nabavnu vrijednost prodane robe), dok su stopa poslovne dobiti i stopa neto dobiti na značajno nižem nivou. Razlog tome su ranije pomenuti troškovi poslovanja, amortizacije, kao i izuzetno visoki troškovi zarada, koje pokazatelji poslovne i neto dobiti uzimaju u obzir.

Shodno tome što je broj zaposlenih u kompaniji AD ŽPCG za 2022. godinu iznosio 368, a troškovi zarada sa porezima i doprinosima 4,021,950 EUR.

Tabela 4. ŽPCG – Pokazatelji profitabilnosti

Pokazatelji profitabilnosti	2022	2021	2020
Stopa neto dobiti u odnosu na poslovni prihod	0.14	0.09	0.07
Stopa poslovne dobiti u odnosu na poslovni prihod	0.16	0.10	0.08
Stopa marže pokrića	0.90	0.91	0.91

Izvor: Kalkulacija autora

Tabela 6. ŽPCG – Efikasnost korištenja imovine

Efikasnost koriscenja imovine	2022	2021	2020
Koeficijent obrta fiksne imovine	0.45	0.39	0.35
Koeficijent obrta obrtne imovine	1.23	1.04	1.11
Broj dana obrta fiksne imovine	817.25	934.87	1040.23
Broj dana obrta obrtne imovine	296.36	350.53	329.03
Koeficijent obrta kupaca	2.09	1.65	1.76
Broj dana potrebnih za naplatu potrazivanja	174.82	221.71	207.09
Koeficijent obrta dobavljača	0.28	0.13	0.21
Broj dana potrebnih za isplatu obaveza	1282.53	2707.88	1764.90

Izvor: Kalkulacija autora

Pored prethodno prikazanih pokazatelja aktivnosti, koji se zasnivaju na analizi bilansa stanja kompanije, u nastavku će biti prikazani i tržišni pokazatelji. Za obračun tržišnih pokazatelja korišćen je dominantno bilans uspjeha kompanije za 2022. godinu. U tabeli 7. prikazani su pokazatelji tržišne vrijednosti za kompaniju AD ŽPCG, za 2022. godinu.

Tabela 7. ŽPCG – Pokazatelji tržišne vrijednosti

Pokazatelji tržišne vrijednosti	2022
Broj akcija	7,114,635
Neto dobit po akciji	0.21
EBIT po akciji	0.24
Knjigovodstvena vrijednost po akciji	2.19
Trzisna kapitalizacija	2,838,739
P/E	1.90
Broj akcija	7,114,635

Izvor: Kalkulacija autora

Na osnovu trenutne tržišne cijene akcije i broja emitovanih akcija, izračunata je tržišna kapitalizacija, koja iznosi 2,838,739 EUR. Razlika između tržišne kapitalizacije i knjigovodstvene vrijednosti osnovnog kapitala, posledica je dugogodišnjeg lošeg poslovanja društva. To se može potvrditi i promjenom knjigovodstvene vrijednosti po akciji, do koje bi došlo usled korigovanja vrijednosti kapitala za iznos ostvarenog gubitka, akumuliranog u proteklom periodu.

Sprovedena analiza je pokazala da društvo ima dovoljan finansijski potencijal za pripajanje. Od pripajanja se može očekivati da će pozitivno uticati na značajan broj navedenih finansijskih indikatora. Prema tome, u budućem periodu potrebno je razmišljati o modalitetima organizacionog, finansijskog i/ili vlasničkog restrukturiranja.

preostalih 38 u administrativnim i upravljačkim aktivnostima kompanije. Od njih 38, najbrojniji su sektor za ekonomske poslove (19) i sektor za pravne i opšte poslove (8).

Osim poslovnih, preduzeće je suočeno i sa visokim finansijskim rashodima. Finansijski rashodi društva (troškovi kamata) odnose se na obračunatu kamatu od strane Uprave prihoda i carina, za neplaćeni dospjeli dug vezan za porez. Rashodi finansiranja po osnovu poreskog duga učestvuju sa 45% u negativnom neto rezultatu.

Tabela 8. OŽVS – Analiza iskaza o finansijskom rezultatu

Odabrane stavke	2022	2021	2020
Prihod od prodaje (1)	1,758,265	1,527,721	1,487,249
Ostali prihodi iz poslovanja (2)	14,975	18,075	23,500
Poslovni prihod (3 = 1+2)	1,773,240	1,545,796	1,510,749
NVPR i materijal (4)	97,894	78,780	88,022
Ostali troškovi poslovanja (5)	133,426	105,236	90,074
Amortizacija (6)	225,858	224,680	220,810
Troškovi poslovanja (7 = 4 + 5 + 6)	457,178	408,696	398,906
Zarade	1,758,049	1,710,561	1,652,121
Rashodi finansiranja	395,184	19,065	6,376
Neto dobit	-873,063	-573,718	-652,796
Akumulirani gubitak	-7,374,533	-6,501,471	-5,927,753

Izvor: Finansijski izvještaji kompanije OŽVS

Koristeći zvanične finansijske izvještaje preduzeća AD OŽVS, zaključno sa 31. 12. 2022. godine (a za period od prethodne tri godine), urađena je analiza finansijskih pokazatelja. U okviru analize, izračunati su pokazatelji kratkoročne finansijske ravnoteže (koeficijenti likvidnosti), profitabilnosti, rentabilnosti, efikasnosti korišćenja imovine, pokazatelji tržišne vrijednosti, kao i pokazatelji finansijske strukture i dugoročne finansijske ravnoteže.

U tabeli 9. prikazani su pokazatelji likvidnosti kompanije AD OŽVS. Na osnovu rezultata, može se zaključiti da je likvidnost preduzeća ugrožena, sa trendom pada za analizirani period.

Pokazatelji profitabilnosti nisu mogli biti izračunati, usled toga što su ostvareni poslovni rezultat i neto rezultat negativni. Shodno tome, može se zaključiti da preduzeće posluje izuzetno neprofitabilno, jer su analizirani pokazatelji negativni za sve posmatrane godine, usled trenda negativnog finansijskog rezultata. Prethodno navedeno jasno upućuje na finansijske poteškoće sa kojim se kompanija suočila u prethodne tri analizirane godine.

Pokazatelji aktivnosti (efikasnosti korišćenja imovine) prikazani su u tabeli 11. U toku posmatranog perioda, koeficijenti obrta fiksne i obrtne imovine su na izuzetno niskom nivou. Samim tim, period potreban za obrt stalnih i obrtnih sredstava duži je od godinu dana. Period trajanja obrta fiksne imovine približno je 3340 dana, dok je period trajanja obrta obrtne imovine približno 459 dana. Koeficijent obrta kupaca veći je od koeficijenta obrta dobavljača i u ovom slučaju, što je pozitivna karakteristika gledano sa aspekta likvidnosti, jer preduzeće brže može naplatiti potraživanja od kupaca nego što može isplatiti obaveze.

Tabela 11. OŽVS – Efikasnost korišćena imovine

Efikasnost koriscenja imovine	2022	2021	2020
Koeficijent obrta fiksne imovine	0.11	0.09	0.09
Koeficijent obrta obrtne imovine	0.80	0.71	0.80
Broj dana obrta fiksne imovine	3339.50	3874.01	4014.92
Broj dana obrta obrtne imovine	458.59	514.82	457.78
Koeficijent obrta kupaca	2.02	1.92	3.01
Broj dana potrebnih za naplatu potrazivanja	180.38	189.65	121.21
Koeficijent obrta dobavljača	1.45	1.46	1.05
Broj dana potrebnih za isplatu obaveza	251.31	250.80	346.51

Izvor: Kalkulacija autora

Ipak, niski koeficijenti i u ovom slučaju signaliziraju dug period trajanja obrta, tačnije veći broj dana potrebnih za naplatu potraživanja (180 dana), i za isplatu obaveza prema dobavljačima (251 dan).

U tabeli 12 prikazani su pokazatelji tržišne vrijednosti. Usled negativnih vrijednosti poslovne i neto dobiti, i pokazatelji neto dobiti po akciji i poslovne dobiti po akciji uzimaju negativne vrijednosti. Pored ovih pokazatelja, izračunata je i knjigovodstvena vrijednost po akciji, koja iznosi 3.03. Pored toga, na osnovu tržišne cijene akcije (koja iznosi 1.22), izračunata je i tržišna kapitalizacija, koja iznosi 5,490,012 EUR.

4. Analiza imovine pravnih subjekata

U cilju detaljnije analize poslovanja privrednih subjekata Željeznički prevoz Crne Gore AD Podgorica (ŽPCG) i AD Održavanje željezničkih voznih sredstava Podgorica (OŽVS), u nastavku je dat pregled strukture imovine ovih kompanija u prethodne tri godine.² Analiza je izvršena na osnovu javno dostupnih finansijskih iskaza obje kompanije, preuzetih sa sajta Uprave prihoda i carina Crne Gore.

4.1. Analiza imovine kompanije Željeznički prevoz Crne Gore AD Podgorica (ŽPCG)

Analiza strukture imovine kompanije podrazumijeva analizu strukture poslovne i operativne aktive. Na osnovu bilansa stanja kompanije ŽPCG za 2022. godinu utvrđeno je da je ukupna vrijednost imovine 30,440,967.00 EUR-a (tabela 13).

Tabela 13. Ukupna aktiva kompanije ŽPCG (2022-2020)

STRUKTURA UKUPNE AKTIVE						
Pozicija	Vrijednosti po godinama u €					
	2022		2021		2020	
	Iznos	%	Iznos	%	Iznos	%
Poslovna aktiva	30,440,967	100.00	33,394,172	100.00	33,993,610	100.00
Vanbilansna aktiva	-	-	-	-	-	-
UKUPNA AKTIVA	30,440,967	100.00	33,394,172	100.00	33,993,610	100.00

Izvor: Obrada autora

Na osnovu prikazane tabele, može se izvesti zaključak da je vrijednost ukupne aktive kompanije ŽPCG u 2022. niža u odnosu na prethodne godine i to za 2,953,205.00 EUR-a u poređenju sa 2021. godinom i za 3,552,643.00 EUR-a u odnosu na 2020. godinu. Trend smanjenja vrijednosti imovine ukazuje na moguće loše poslovne performanse ove kompanije, koje mogu dovesti do finansijskih poteškoća u budućem periodu.

Daljom analizom utvrđena je i struktura poslovne imovine kompanije ŽPCG. Struktura poslovne imovine podrazumijeva utvrđivanje učešća neuplaćenog upisanog kapitala, investiranoog kapitala³, operativne imovine⁴ i odloženih poreskih sredstava u poslovnoj imovini kompanije, što je prikazano u tabeli 14.

² Napomena: Posljednji javno dostupni finansijski iskazi ovih kompanija na sajtu Uprave prihoda i carina Crne Gore, odnose se na 2022. godinu, te će stoga analiza imovine biti prikazana za 2022., 2021. i 2020. godinu.

³ Napomena: Investirani kapital dobija se kao zbir investicionih nekretnina i dugoročnih finansijskih plasmana.

⁴ Napomena: Operativna imovina jednaka je zbiru fiksne i obrtne imovine kompanije.

Tabela 15. Analiza strukture operativne aktive kompanije ŽPCG (2022-2020)

STRUKTURA OPERATIVNE IMOVINE						
Pozicija	Vrijednosti po godinama u €					
	2022		2021		2020	
	Iznos	%	Iznos	%	Iznos	%
Nematerijalna imovina	4,577	0.02	55,987	0.17	38,673	0.12
Materijalna imovina	21,712,760	74.40	22,504,010	70.13	23,839,480	72.80
Fiksna imovina	21,717,337	74.42	22,559,997	70.31	23,878,153	72.92
Obrtna imovina	7,466,146	25.58	9,526,754	29.69	8,868,901	27.08
OPERATIVNA IMOVINA	29,183,483	100.00	32,086,751	100.00	32,747,054	100.00

Izvor: Proračun autora

Operativna imovina sastoji se od fiksne i obrtne imovine kompanije. Fiksnu imovinu čine materijalna⁶ i nematerijalna imovina, dok je u obrtnu imovinu uključena i pozicija aktivna vremenska razgraničenja. Na osnovu tabele 15, može se vidjeti da u strukturi operativne imovine dominantno učešće pripada fiksnoj imovini. Drugim riječima, u 2022. godini učešće fiksne imovine u operativnoj imovini je 74.42%, dok je učešće obrtne imovine 25.58%. Posmatrano u odnosu na prethodne godine, može se zaključiti da je učešće fiksne imovine bilo dominantno i u 2021. i 2020. godini, pri čemu je u toku 2022. godine taj procenat, u odnosu na posmatrane godine, veći za 4.11% i 1.50% redom.

Kada je u pitanju struktura fiksne imovine zapaža se da je učešće nematerijalne imovine u fiksnoj imovini u 2022. godini, ali i u ostalim analiziranim godinama, gotovo zanemarljivo u odnosu na učešće materijalne imovine.

Ovakva struktura operativne imovine je opravdana ako se uzme u obzir da je riječ o kompaniji koja pripada sektoru željezničkog saobraćaja, pa je stoga i očekivano da kompanija ima više fiksne imovine u odnosu na obrtnu. Međutim, ne treba zanemariti i činjenicu da ovakva struktura operativne imovine može ukazati i pojavu kriznih situacija, izazvanih različitim eksternim i internim faktorima u poslovanju kompanije, što znači da se poslovna aktivnost kompanije potencijalno smanjuje, čime se smanjuje i obrtna imovina, što nije slučaj sa fiksnom imovinom, pa kao posledicu imamo pojavu da se struktura operativne imovine pomjera u korist fiksne imovine.

Za analizu poslovanja kompanije ŽPCG važno je sagledati i strukturu obrtne imovine, što je prikazano tabelom 16.

⁶ Napomena: Obračun materijalne imovine ne sadrži poziciju investicione nekretnine jer je ova pozicija dio investiranoog kapitala kompanije. Drugim riječima, materijalna imovina nije isto što i stalna imovina. Stalna imovina je šiti pojam i pored materijalne imovine, uključuje investicione nekretnine i dugoročne finansijske plasmane.

Tabela 17. Struktura Potraživanja od kupaca (ŽPCG)

Potraživanja od kupaca (ŽPCG - 2022)	
Potraživanja od kupaca u zemlji	333,106
Ispravka vrijednosti kupaca u zemlji	(77,373)
	255,733
Potraživanja od kupaca u zemlji za stanarine	36,670
Potraživanja od kupaca u inostranstvu (Želvoz)	28,710
Potraživanja od kupaca u inostranstvu (Željeznice Srbije)	510,284
Potraživanja od kupaca u inostranstvu (ostalo)	25,500
	564,494
Potraživanja od ino želj.uprava (Željeznice Srbije)	1,619,287
Potraživanja od ino želj.uprava (Srbija Voz)	155,100
Ostale ino uprave	487,478
	2,261,865
Ukupno	3.118.762

Izvor: Napomene uz finansijske iskaze (ŽPCG, 2022)

Takođe, na osnovu Izvještaja nezavisnog revizora, uočeno je da **postoje neslaganja** u dijelu potraživanja od kupaca⁷, što bi u cilju budućeg poslovanja kompanije trebalo usaglasati, kako bi se stekla relnija slika o poslovanju kompanije po ovom aspektu. U okviru ostalih potraživanja, važno je ukazati na potraživanja koje kompanija ima prema kompaniji OŽVS u iznosu od 25,115.00 EUR-a.

U odnosu na prethodne dvije godine, zalihe kompanije su se znatno povećale, kratkoročna potraživanja su se smanjila, dok su se kratkoročni finansijski plasmani povećali. U 2022. i 2020. godini stalna sredstva namijenjena prodaji i sredstva poslovanja koje je obustavljeno nijesu postojala, dok je u 2021. godini ova pozicija imala vrijednost od 115,929.00 EUR-a, a što je 1.22% obrtne imovine kompanije za tu godinu. Kada je riječ o gotovini i ekvivalentima gotovine, u 2022. godini ova pozicija je imala vrijednost za 56,855.00 EUR-a nižu u odnosu na 2021. godinu. Najveće učešće u gotovini i ekvivalentima gotovine za 2022. godinu čine sredstva na žiro-računu – 551,405.00 EUR-a, zatim slijede sredstva u blagajni 14,725.00 EUR-a i sredstva na deviznom računom od 7,812.00 EUR-a. Aktivna vremenska razgraničenja su u 2022. i 2020. godini bilježila vrijednost od 106,380.00 i 125,660.00 EUR-a redom.

Može se zaključiti da su kratkoročna potraživanja, plasmani i gotovina u 2022. godini činili 64.03% ukupne obrtne imovine kompanije, dok su zalihe imale učešće od 35.97%. Ovo znači da je u 2022. godini u strukturi obrtne imovine bilo više obrtnih sredstava u nerobnom obliku u odnosu na robne oblike. Međutim, dinamički posmatrano, evidentno je da u 2022

⁷ **Napomena:** Interne informacije dobijene iz kompanije ŽPCG potvrđuju neslaganja Revizora, gdje su na bazi uzorka konstatovane razlike. Najveće razlike se odnose na Željeznice Srbije i Srbija Voz (prenešene zatezne kamate sa Željeznica Srbije na Srbija Voz), te su stoga iz kompanije ŽPCG ukazali da će predmet budućih sastanaka sa kompanijama Željeznica Srbije i Srbija Voz biti usaglašavanje pomenutih razlika.

Na osnovu prikazane tabele može se zaključiti da najveći procenat učešća u stalnoj imovini imaju osnovna sredstva sa preko 98%, za sve tri posmatrane godine, dok je učešće nematerijalne imovine gotovo zanemarljivo. Učešće dugoročnih finansijskih plasmana u ukupnoj stalnoj imovini je niže u 2022. godini u odnosu na 2021. godini.

Pošto je učešće osnovnih sredstava dominantno, važno je sagledati koja su to osnovna sredstva koja imaju najveće učešće u stalnoj imovini ove kompanije. Tako zemljište i objekti čine 15.44% stalne imovine ove kompanije, dok postrojenja i oprema čine približno 79% stalne imovine ŽPCG. Investicione nekretnine i nepomenuta materijalna sredstva čine 4.29% stalne imovine, dok je učešće avansa za nekretnine i postrojenja neznatno i za sve tri godine iznosi 26,255.000 EUR-a tj. približno 0.11%.

Ovdje je bitno ukazati na važno imovinsko pitanje kompanije ŽPCG. Naime, kompanija ŽPCG je bilansu stanja prikazala stanje osnovnih sredstava u iznosu od 22,695,658.00 EUR-a. Kako najveći procenat osnovnih sredstava ove kompanije čine nekretnine, postrojenja i oprema, postavlja se pitanje da li su sva navedena sredstva zaista u vlasništvu kompanije ŽPCG. Na osnovu izvještaja nezavisnog revizora, utvrđeno je da u vlasništvu kompanije nije zemljište u Bijelom Polju (Zemljište 338BP i Zgrada Konačište), kao ni dio zemljišta na kojem se nalaze poslovne zgrade u Podgorici u vrijednosti od 1,232,789.00 EUR-a.

Na osnovu prethodno navedenog, može se izvesti zaključak da je u ovom preduzeću evidentan visok organski sastav sredstava (odnos osnovnih sredstava i obrtne imovine), što za posledicu ima visoke fiksne rashode (po osnovu amortizacije), a čime se povećava rizik ostvarenja poslovnog rezultata ove kompanije.

4.2. Analiza imovine kompanije AD Održavanje željezničkih vozних sredstava Podgorica (OŽVS)

Blans stanja kompanije AD Održavanje željezničkih voznih sredstava Podgorica (OŽVS) za 2022. pokazuje da je imovina ove kompanije u navedenoj godini 18,274,927.00 EUR-a (tabela 19). Takođe, u cilju posmatranja promjene vrijednosti imovine, biće dat uvid u njeno stanje i za 2021. i 2020. godinu.

Tabela 19. Ukupna aktiva kompanije OŽVS (2022-2020)

Pozicija	Vrijednosti po godinama u €					
	2022		2021		2020	
	Iznos	%	Iznos	%	Iznos	%
Poslovna aktiva	18,274,927	100.00	18,731,445	100.00	18,544,329	100.00
Vanbilansna aktiva	-	-	-	-	-	-
UKUPNA AKTIVA	18,274,927	100.00	18,731,445	100.00	18,544,329	100.00

Izvor: Obrada autora

Na osnovu prikazane tabele, može se izvesti zaključak da je vrijednost ukupne aktive kompanije OŽVS u 2022. niža u odnosu na prethodne godine i to za 456,518.00 EUR-a u

Tabela 21. Analiza strukture operativne aktive kompanije OŽVS (2022-2020)

Pozicija	Vrijednosti po godinama u €					
	2022		2021		2020	
	Iznos	%	Iznos	%	Iznos	%
Nematerijalna imovina	725.00	0.00	-	-	225	0.00
Materijalna imovina	16,120,914	88.46	16,326,22	87.40	16,486,871	89.15
Fiksna imovina	16,121,639	88.46	16,326,220	87.40	16,487,096	89.15
Obrtna imovina	2,102,613	11.54	2,354,550	12.60	2,006,558	10.85
OPERATIVNA IMOVINA	18,224,252	100.00	18,680,77	100.00	18,493,654	100.00

Izvor: Proračun autora

Na osnovu tabele 21, može se vidjeti da u strukturi operativne imovine dominantno učešće pripada fiksnoj imovini, što je bio slučaj i u kompaniji ŽPCG. Drugim riječima, u 2022. godini učešće fiksne imovine u operativnoj imovini je 88.46%, dok je učešće obrtne imovine 11.54%. Posmatrano u odnosu na prethodne godine, može se zaključiti da je učešće fiksne imovine bilo dominantno i u 2021. i 2020. godini.

Kada je u pitanju struktura fiksne imovine zapaža se da je učešće nematerijalne imovine u fiksnoj imovini u 2022. godini, ali i u ostalim analiziranim godinama, gotovo zanemarljivo u odnosu na učešće materijalne imovine.

Ovakva struktura operativne imovine je opravdana, ako se uzme u obzir da je riječ o kompaniji koja pripada sektoru željezničkog saobraćaja, pa je stoga i očekivano da kompanija ima više fiksne imovine u odnosu na obrtnu. Međutim, ne treba zanemariti i činjenicu da ovakva struktura operativne imovine, kao i u kompaniji ŽPCG, može ukazati i pojavu kriznih situacija u poslovanju kompanije, što znači da se poslovna aktivnost potencijalno smanjuje, čime se umanjuje vrijednost i obrtne imovine, što nije slučaj sa fiksnom imovinom. Posledica prethodno navedenog je pojava da se struktura operativne imovine pomjera u korist fiksne imovine.

Iako je učešće obrtne imovine manje u odnosu na učešće fiksne imovine, u svim posmatranim godinama, važno je sagledati i strukturu obrtne imovine kompanije, što je prikazano tabelom 22.

Tabela 22. Analiza strukture obrtne imovine kompanije OŽVS (2022-2020)

Pozicija	Vrijednosti po godinama u €					
	2022		2021		2020	
	Iznos	%	Iznos	%	Iznos	%
Dati avansi	-	-	-	-	-	-
Zalihe materijala	1,156,145	54.99	1,200,751	51.00	1,233,911	61.5
Nedovršena proizvodnja	-	-	-	-	-	-
Gotovi proizvodi i roba	-	-	-	-	-	-

je dinamički posmatrano i slučaj u preostale dvije analizirane godine. Iz prethodno navedenog slijedi da u kompaniji OŽVS, kao i u kompaniji ŽPCG, dolazi do povećanja obrtnih sredstava u robnom obliku u odnosu na obrtna sredstva u nerobnom obliku što bi trebalo da izazove povećanje angažovanih obrtnih sredstava, a samim tim i povećanje kratkoročnih izvora finansiranja. Za razliku od kompanije ŽPCG, problem zaliha u kompaniji OŽVS je naročito izražen. U strukturi zaliha, zalihe materijala čine 100% zaliha kompanije.

Daljom analizom zaliha ove kompanije, važno je istaći da se na osnovu Napomena uz finansijske iskaze (Napomena 4) za 2022. godinu došlo do saznanja da od ukupne vrijednosti zaliha 1,156,145.00 EUR-a, 1,056,611.00 EUR-a vrijednosti zaliha nijesu imale izlaz u poslednjih 365 dana (obračunska godina). Nadalje, na osnovu izvještaja nezavisnog revizora, utvrđeno je da je dio zaliha bez prometa bio predmet detaljnije analize kako bi se izvršila procjena njihove neiskorišćenosti i obavljena je ispravka vrijednosti ovih zaliha u iznosu od 8,381.00 EUR-a. Međutim, prema Revizorskom izvještaju za 2022, kompanija OŽVS za preostali iznos zaliha u vrijednosti od 1,048,230.00 EUR-a nije na dan bilansa provjeravala da li je neto ostvariva vrijednost zaliha niža od njihove nabavne vrijednosti, niti je vršila obezvređenje zaliha koje imaju usporeni obrt. Prethodno navedeno, kompanija je bila dužna da uradi u skladu sa MRS 2 "Zalihe"¹¹.

Dalja analiza strukture imovine ŽPCG, obuhvata i analizu stalne imovine, koja čini više od 88%, ukupne imovine kompanije, dok ostatak pripada obrtnoj imovini, prethodno analiziranoj. Ovakva struktura i odnos stalne i obrtne imovine je opravdana, uzimajući u obzir privrednu granu kojoj kompanija pripada. Struktura stalne imovine data je u tabeli 23.

Tabela 23. Struktura stalne imovine kompanije OŽVS (2022-2020)

Pozicija	Vrijednosti po godinama u €					
	2022		2021		2020	
	Iznos	%	Iznos	%	Iznos	%
Ulaganja u razvoj	-	-	-	-	-	-
Koncesije, patenti, licence i slična prava i ostala nematerijalna ulaganja	725	0.004	-	-	225	0.00
Goodwill	-	-	-	-	-	-
Avansi za nematerijalna ulaganja i nematerijalna ulaganja u pripremi	-	-	-	-	-	-

¹¹ Napomena: Međutim u odnosu na Izvještaj nezavisnog revizora, na osnovu internih izvora kompanije OŽVS, na dan 06.07.2023.godine doneseno je Rješenje o formiranju komisije sa zadatkom procjene vrijednosti i upotrebljivosti zaliha. Zbog obimnosti posla, jer Društvo ima ukupno 7 magacina u kojima su smještene zalihe na lokacijama Podgorica, Nikšić i Bar u kojima se ukupno nalazi 7.053 artikla, i dalje se radi na ocjenjivanju vrijednosti i dalje upotrebljivosti zaliha.

- Država Crne Gora, svojina sa obimom prava 1/1 za zemljište u Podgorici.

Osim zemljišta sporno je i pitanje imovine koje se odnosi na građevinske objekte (zgrade, montažni objekti, nastrešnice, G. stroj kolovoza, skretnice, rezervoari i ostala infrastruktura), koji su evidentirani u registru osnovnih sredstava Društva, ali nisu upisani u zvanične evidencije Uprave za nekretnine. Takođe, prema podacima iz Napomena uz finansijske iskaze, kompanija OŽVS je u toku 2019. godine, pokrenula postupak kako bi ostvarila pravo upravljanja na nepokretnostima koje su uz pomoć diobenog bilansa prenijete na Društvo sa kompanije ŽPCG. Tom prilikom utvrđen je problem u identifikaciji Depoa u Podgorici i usaglašavanje površine zemljišta u LN 1690, parcela 5469/37. Takođe, važno je imati na umu da društvo nije vršilo procjenu nekretnina u prethodnom periodu, niti je za imovinu koju koristi, iako nije u njenom vlasništvu, izvršila rezervisanja za potencijalne gubitke. Osim prethodno navedenog, napomenama je istaknuto da je kompanija OŽVS pripremala finansijske iskaze pod pretpostavkom vlasništva nad nekretninama.

Pored prethodno navedenog, veoma važno pitanje jeste status Depoa za održavanje EMV odnosno tzv. plave hale. Naime, na osnovu preporuke Direkcije za željeznice broj 2277/13 od 3.6.2013. godine, odnosno odluke Odbora direktora AD OŽVS br. 1846 od 8.7.2013., potpisan je Sporazum o ustupanju na privremeno korišćenje Depoa za održavanje EMV između AD OŽVS i AD ŽPCG. Na ovaj način, ŽPCG je bez naknade ostvario pravo na korišćenje Depoa za EMV.

Iako se predmetnim sporazumom kompanija ŽPCG obavezala da će preuzeti i zaposlene koji opslužuju Depo EMV, donošenje ove odluke je u vremenskom periodu koji je uslijedio, imalo izuzetno negativne posljedice po poslovanje kompanije OŽVS. Ovim Sporazumom AD OŽVS čija je osnovna djelatnost upravo održavanje vozniha sredstava, izgubio radne i tehničke kapacitete, umanjio lepezu pruženih usluga u dijelu servisnih, kontrolnih pregleda i vanplanskih opravki i to ne samo za nove CAF vozove što je bila prvobitna ideja i zahtjev AD ŽPCG, već i za postojeće EMV serije 412/416 koji se od 2013. godine održavaju u nadležnosti AD ŽPCG.

Naime, shodno Informaciji o poslovanju kompanije OŽVS i raspoloživih finansijskih izvještaja, već u prvoj narednoj godini bilježi se značajan pad poslovnih prihoda i to za 20% sa 2,003,807.00 na 1,621,136.00 EUR, kao posljedica pada u dijelu realizovanih norma časova. Kako je i navedeno u Izvještaju Komisije za izradu analize troškova i koristi vraćanja hale za održavanje elektromotornih vozila, procjenjuje se da je kompanija OŽVS za protekli period (oduzevši bruto plate 15 radnika) ostala uskraćena za dodatne prihode od 850,000.00 EUR-a.

Sporna pozicija u analizi imovine ove kompanije, prema Revizorskom izvještaju za 2022. godinu, jesu i avansi za nekretnine, postrojenja, opremu i biološka sredstva i nekretnine, postrojenja, oprema i biološka sredstva u pripremi (401,971.00 EUR-a), za koje kompanija

5. Analiza pravnih obaveza privrednih subjekata

Pored analize imovine kompanije, važno je sagledati i strukturu njihovih obaveza. U tom smislu u narednom dijelu dat je pregled obaveza svakog od analiziranih privrednih subjekata ponaosob za period od 2020. do 2022. godine.¹²

5.1. Analiza pravnih obaveza kompanije Željeznički prevoz Crne Gore AD Podgorica (ŽPCG)

Kompanija ŽPCG na kraju 2022. godine, bilježi obaveze u ukupnom iznosu od 14,847,842.00 EUR-a. Analizom finansijskih izvještaja u prethodne tri godine, može se zapaziti trend smanjenja obaveza i to za za 5,872,979.00 EUR-a u odnosu na 2020. godinu, tj. za 4,447,171.00 EUR-a, u odnosu na 2021. godinu.

Tabela 24. ŽPCG – Ukupne obaveze

Godina / Ukupne obaveze (€)	2022	2021	2020
		14,847,842	19,295,013

Izvor: Proračun autora

Najvećim dijelom, do smanjenja obaveza došlo je kao rezultat otplate obaveza po osnovu kreditnog aranžmana sa Evropskom bankom za obnovu i razvoj i to za za 1,152,753.00 EUR-a, obaveza iz poslovanja (dominantno obaveze prema ino upravama Srbija Voz) za 1,667,975.00 EUR-a, kao i ostale kratkoročne obaveze i PVR u iznosu od 1,545,978.00 EUR-a.

Pored ukupnog iznosa obaveza, u narednoj tabeli dat je pregled strukture obaveza kompanije ŽPCG u periodu od 2020. do 2022. godine.

Tabela 25. ŽPCG – Struktura ukupnih obaveza

Godina/ Obaveze	2022	2021	2020
Dugoročna rezervisanja i dugoročne obaveze	2,640,095	3,893,788	5,046,071
Kratkoročna rezervisanja i kratkoročne obaveze i PVR (€)	12,207,747	15,401,225	15,674,750

Izvor: Proračun autora

Na osnovu prethodne tabele, jasno se može uočiti da struktura obaveza kompanije ŽPCG je dominantno determinisana kratkoročnim obavezama i njihovo učešće se kreće od 75.64% u 2020. godini, do 82,21% u 2022. godini.

¹² Napomena: Posljednji javno dostupni finansijski izvještaji ovih kompanija odnose se na 2022. godinu, te će stoga analiza obaveza biti prikazana za period od 2020. do 2022. godine.

Obaveze po osnovu kamata EBRD	5,844	6,495	10,066
Obaveze po osnovu kamata za zakup OŽVS	3,094	1,650	-
Obaveze po osnovu kamata za zakup ŽICG	4,147	2,307	-

Izvor: Proračun autora

Prethodno predstavljeni podaci impliciraju da u okviru ostalih kratkoročnih obaveza, najveće učešće za sve tri posmatrane godine imaju obaveze po osnovu poreza i doprinosa na teret zaposlenog i poslodavca, što predstavlja veliko opterećenje za poslovanje kompanije.

Nakon analize kratkoročnih obaveza koje dominantno učestvuju u ukupnim troškovima, struktura dugoročnih obaveza i dugoročnih rezervisanja je prikazana narednom tabelom.

Tabela 28. ŽPCG - Dugoročna rezervisanja i dugoročne obaveze

Godina/ Dugoročna rezervisanja i dugoročne obaveze	2022	2021	2020
Dugoročna rezervisanja	284,205	338,628	435,060
Dugoročne obaveze	2,355,890	3,555,160	4,611,011

Izvor: Proračun autora

Važno je istaći da strukturu dugoročnih rezervisanja čine rezervisanja za otpremnine zaposlenih i rezervisanja za sudske sporove. Dodatno, na osnovu prikazane tabele, može se uočiti da u ukupnim dugoročnim obavezama i dugoročnim rezervisanjima, preovladavaju dugoročne obaveze sa prosječnim učešćem od 90% posmatranom periodu, čije će struktura biti prikazana u narednoj tabeli.

Tabela 29. ŽPCG - Struktura dugoročnih obaveza

Godina/ Dugoročne obaveze	2022	2021	2020
Dugoročni krediti	2,305,506	3,458,25	4,611,011
Ostale dugoročne obaveze	50,384	96,901	-

Izvor: Proračun autora

U dijelu dugoročnih kredita, na osnovu revizorskog izvještaja kompanije ŽPCG za 2022. godinu, cjelokupni iznos od 2,305,506.00 se odnosi na kredit Evropske banke za obnovu i razvoj. Ostale dugoročne obaveze odnose se na dugoročne obaveze po osnovu zakupa za kompanije OŽVS (21,013.00 EUR-a u 2022. godini) i ŽICG (29,371.00 EUR-a u 2022. godini). Ista struktura dugoročnih obaveza važila je za i za 2021. godinu, dok u 2020. godini nijesu postojale ostale dugoročne obaveze.

5.2. Analiza pravnih obaveza kompanije Održavanje željezničkih vozničkih sredstava Podgorica (OŽVS)

Kompanija OŽVS na kraju 2022. godine, bilježi obaveze u ukupnom iznosu od 4,645,292.00EUR-a. Analizom finansijskih izvještaja u prethodne tri godine, može se zapaziti trend povećanja obaveza i to za 1,177,378.00 EUR-a u odnosu na 2020. godinu, tj. za 416,544.00 EUR-a, u odnosu na 2021. godinu.

Tabela 33. OŽVS – Ostale obaveze iz poslovanja i ostale kratkoročne obaveze

Godina/ Ostale obaveze iz poslovanja i ostale kratkoročne obaveze	2022	2021	2020
Ostale obaveze iz poslovanja	-	-	-
Neto obaveze po osnovu zarada i naknada zarada	105,765	84,700	77,898
Obaveze za poreze i doprinose i naknade zarada na teret zaposlenog	2,658,759	2,602,494	2,207,038
Obaveze za poreze i doprinose i naknade zarada na teret poslodavca	913,371	887,991	774,658
Obaveze po osnovu prireza	38,848	83,545	69,580
Obaveze prema zaposlenom po osnovu službenog putovanja, smještaja, otpremnine i prevoza	-	5,040	636
Obaveze za kamate	346,510	-	-
Obaveze prema članovima upravnog odbora	2,104	2,071	2,181
Obaveze prema fizičkim licima po ugovoru o djelu	-	-	891
Ostale obaveze (obustavljene neto zarade, obaveze za članarine i sl.)	12,40	14,679	19,548

Izvor: Proračun autora

Tabela jasno ukazuje da strukturu ostalih obaveza iz poslovanja i ostalih kratkoročnih obaveza najvećim dijelom determinišu obaveze za poreze i doprinose na zarade i naknade zarada na teret zaposlenog i poslodavca u ukupnom iznosu od 3,572,130.00 EUR-a, posmatrano za 2022. godinu. Slično stanje bilježimo i u odnosu na prethodne dvije godine. Obaveze za kamate se odnose na zatezne kamate za neblagovremeno uplatu obaveza za poreze i doprinose na zarade za period od 2017. do 2022. godine. Obaveze za kamatu od 350,000 EUR-a cca godišnje posredno kroz negativan neto rezultat umanjuju vrijednost sopstvenog kapitala kroz poziciju akumulirani gubici. Uzrok ove pojave veže se za izrazito visoke troškove zarada, odnosno neizmirene obaveze po osnovu poreza i doprinosa koji iz njih proizilaze.

Dalje prisustvo ovog trenda reflektuje se u povećanju obaveza i smanjivanju kapitala društva, što za posledicu može imati stanje u kojem su obaveze veće od imovine čime se dovodi u pitanje solventnost preduzeća i izmirenje svih obaveza iz stečajne mase.

Kada je riječ o obavezama prema državi po osnovu PDV-a i javnih prihoda, narednom tabelom je izvršeno njihovo raslanjivanje.

Tabela 34. OŽVS - Obaveze po osnovu PDV i ostalih javnih prihoda

Godina/ Obaveze po osnovu pdv i ostalih javnih prihoda	2022	2021	2020
Obaveze po osnovu poreza na dodatu vrijednost	344,950	315,658	138,470
Obaveze za ostale javne prihode	3,079	8,442	17,805

Izvor: Proračun autora

Uvidom u Revizorski izvještaj za 2022. godinu zaključuje se da obaveze po osnovu poreza na dodatu vrijednost nastaju kao posljedica neplaćenog PDV-a za period mart-decembar 2022.

5.3. Obaveze nastale po osnovu promjene kadrovske strukture

Spajanje privrednih društava ŽPCG i OŽVS uticanje na promjenu kadrovske strukture budućeg preduzeća. Dupliranje funkcija u organima upravljanja, veći broj zaposlenih koji pokrivaju administrativne poslove, veliko učešće troškova zarada u operativnim troškovima oba privredna subjekta, loše ekonomske performanse privrednih subjekata, samo su neki od razloga zbog kojih će doći do realizacija prethodno pomenutog scenarija.

Imajući u vidu da se restrukturiranje kompanija dešava na način da ŽPCG preuzima privredno društvo OŽVS, za očekivati je da će određeni broj zaposlenih promijeniti naziv radnog mjesta i biti raspoređen u okviru sektora željezničkog saobraćaja. Takođe, određeni broj zaposlenih se nalazi pri kraju radnog vijeka, pa će ukupan broj zaposlenih u kompaniji AD ŽPCG nakon spajanja biti umanjen po osnovu odlaska u penziju. Analiza starosne strukture ljudskih resursa u obje kompanije treba da pokaže tačan broj zaposlenih u ovom statusu.

Postupak rješavanja prethodno pomenutog izazova, potrebno je sprovesti kroz poštovanje odredbi Kolektivnog ugovora kompanija ŽPCG i OŽVS, odnosno odredbi Zakona o radu.

U svrhu određivanja obaveza koje će nastati nakon spajanja kompanija, potrebno je utvrditi iznos nadoknada u funkciji optimizacije kadrovske strukture, nakon sprovedene analize.

Imajući u vidu sve prethodno navedeno, **projektni tim je sljedećeg stava:**

- ✓ Poslodavac će shodno odredbama Zakona o radu i Kolektivnog ugovora započeti konsultacije vezane za određivanje uslova koji će pratiti promjenu kadrovske strukture.
- ✓ Prilikom optimizacije broja radnih mjesta, treba imati u vidu da će:
 - Broj zaposlenih koji se nalazi pri kraju radnog vijeka steći pravo na penziju, nezavisno od kompanije i sektora kom pripadaju.
 - Zaposleni u tehničkom sektoru OŽVS (tehničko osoblje i inženjeri) treba da nastave svoj angažman, imajući u vidu potrebe redovnih poslovnih aktivnosti;
 - Najveća promjena kadrovske strukture nastati u administrativnim pozicijama usled preklapanje istih ili sličnih pozicija u postojeća dva privredna subjekta. S tim u vezi, posebna pažnja treba da bude usmjerena na rješavanje ovog problema, polazeći od stručnosti kadra i stečenih prava po osnovu dosadašnjeg angažmana.
- ✓ Indikativan podatak predstavlja činjenica da je učešće troškova zarada u operativnim troškovima skoro 80% za kompaniju OŽVS, odnosno 70% za kompaniju ŽPCG. To

6. Procjena efekata spajanja na poslovne performanse subjekta ŽPCG – Scenario 1

Nakon analizirane imovine i pravnih obaveza privrednih subjekata (ŽPCG i OŽVS) ovaj dio projektuje očekivane performanse nakon spajanja kroz promjenu vrijednosti pozicija u finansijskim iskazima - bilans uspjeha i bilans stanja, po prvom scenariju. Taj scenario podrazumijeva optimizaciju kadrovske strukture u pravcu smanjenja troškova zarada. Važno je napomenuti da su projekcije izvršene na osnovu finansijskih iskaza na 31.12.2022. Projektovani bilans uspjeha prikazan je u narednoj tabeli.

Tabela 36. Projektovani bilans uspjeha nakon spajanja

Grupa	Pozicija	Red. broj	Vrijednost (EUR)
1	2	3	4
60 i 61	1. Prihodi od prodaje - neto prihod	201	4,050,079
630 i 631	2. Promjena vrijednosti zaliha gotovih proizvoda i nedovršene proizvodnje	202	
62	3. Prihodi od aktiviranja učinaka i robe	203	
	4. Ostali prihodi iz poslovanja (205 do 207)	204	7,250,513
64 i 65	a) Ostali prihodi iz redovnog poslovanja	205	7,197,233
67, 691 i 692	b) Ostali prihodi iz poslovanja	206	53,280
68, sem 683 i 685	c) Prihodi po osnovu vrijednosnog usklađivanja imovine	207	
	5. Troškovi poslovanja (209+210+210a)	208	4,410,457
50 i 51	a) Nabavna vrijednost prodane robe i troškovi materijala	209	1,100,973
53, 54 (dio) i 55	b) Ostali troškovi poslovanja (rezervisanja i ostali poslovni rashodi)	210	1,503,709
540	c) Amortizacija	210a	1,805,775
	6. Troškovi zarada, naknada zarada i ostali lični rashodi (212+213)	211	5,390,377
	7. Rashodi po osnovu vrijednosnog usklađivanja imovine (osim finansijske) (218+219)	217	
580, 581, 582, 589(dio)	a) Rashodi po osnovu vrijednosnog usklađivanja stalne imovine (osim finansijske)	218	

583, 585	osnovu vrijednosnog usklađivanja finansijskih sredstava i finansijskih i su dio obrtne imovine	236	
	Rashodi po osnovu kamata, kursnih razlika i drugih efekata ugovorene zaštite (238 do 240)	237	573,162
560	a) Rashodi po osnovu kamata, kursnih razlika i drugih efekata ugovorene zaštite po osnovu odnosa sa matičnim i zavisnim pravnim licima	238	
561	b) Rashodi po osnovu kamata, kursnih razlika i drugih efekata ugovorene zaštite po osnovu odnosa sa drugim povezanim licima	239	
562, 563, 564, 569	c) Rashodi po osnovu kamata, kursnih razlika i drugih efekata ugovorene zaštite po osnovu odnosa sa nepovezanim licima	240	573,162
	II. Finansijski rezultat (222+226+230+234-237)	241	-541,010
	III. Rezultat iz redovnog poslovanja prije oporezivanja (221+241)	242	801,136
690 - 590	IV. Neto rezultat poslovanja koje je obustavljeno	243	
	V. Rezultat prije oporezivanja (242+243)	244	801,136
	14. Poreski rashod perioda (246+247)	245	
721	1. Tekući porez na dobit	246	
722	2. Odloženi poreski rashodi ili prihodi perioda	247	
	15. Dobitak ili gubitak nakon oporezivanja (244-245)	248	801,136
	VI. Bruto rezultat drugih stavki rezultata /povezanih sa kapitalom / (250 do 257)	249	-33,968
330	1. Promjene revalorizacionih rezervi po osnovu nekretnina, postrojenja, opreme, nematerijalnih ulaganja i bioloških sredstava	250	0
331	2. Promjene nerealizovanih dobitaka i gubitaka po osnovu preračuna finansijskih izvještaja inostranog poslovanja	251	0
332	3. Promjene nerealizovanih dobitaka i gubitaka po osnovu ulaganja u vlasničke instrumente kapitala	252	-33,968
333	4. Promjene aktuarskih dobitaka i gubitaka po osnovu planova definisanih naknada aktuarskih dobitaka (ili gubitaka) u vezi sa definisanim planovima penzionih naknada	253	0

Promjene na pomenutim pozicijama reflektovale su se na smanjenje poslovnog rezultata u iznosu od 349,750 eura. Osnovni uzrok smanjenja poslovnog rezultata vežemo za naročito visok trošak zarada u tom društvu. Udio troškova zarada nakon pripajanja je više od 60% operativnih troškova, a u postojećem OŽVS skoro 80%. Komparativna analiza željezničkih preduzeća iz zemalja EU pokazuje da je ovaj trošak ispod 30% operativnih troškova. Shodno navedenom, nakon potencijalnog pripajanja za održivost poslovanja važno je izvršiti evaluaciju postojeće sistematizacije u pravcu smanjenja broja zaposlenih do nivoa koji obezbjeđuje kontinuirano poslovanje.

Osim smanjenja poslovnog rezultata, važna promjena nastupila je u kategoriji finansijski rezultat u negativnom pravcu. Uzrok te promjene leži u rastu rashoda po osnovu kamata na poreski dug društva OŽVS AD u iznosu od 395,184 eura. U budućem periodu, realno je očekivati smanjenje obaveza po osnovu kamata pod pretpostavkom dopune aktuelnog reprograma poreskog duga društva AD ŽPCG i Uprave prihoda i carina, za iznos obaveza društva AD OŽVS prema Upravi prihoda i carina.

Smanjenje poslovnog rezultata uz istovremeno povećanje negativnog finansijskog rezultata dovelo je do smanjenja neto sveobuhvatnog rezultata preduzeća ŽPCG AD nakon spajanja na 767,168 eura.

Primjena Altmanovog Z score modela ukazala je loše performanse društva OŽVS AD sa rezultatom Z score 0,85 što je manje od kritične vrijednosti 1,1, pa preduzeću prijati bankrotstvo. Ovakav zaključak se može izvesti i za 2021. i 2020. godinu.

Pored bilansa uspjeha, projekcije spajanja su prikazane i kroz promjene pozicija u bilansu stanja, koji je dat u narednoj tabeli.

Tabela 37. Projektovani bilans stanja nakon spajanja

Pozicija	Red. broj	Vrijednost (EUR)
A K T I V A		
A. NEUPLAĆENI UPISANI KAPITAL	001	
B. STALNA IMOVINA (003+008+016)	002	39,096,460
I. NEMATERIJALNA ULAGANJA (004 do 007)	003	5,302
1. Ulaganja u razvoj	004	
2. Koncesije, patenti, licence i slična prava i ostala nematerijalna ulaganja	005	5,302
3. Goodwill	006	
4. Avansi za nematerijalna ulaganja i nematerijalna ulaganja u pripremi	007	

4. Ostala potraživanja (036+037+038)	035	1,027,424
4.1. Potraživanja za više plaćen porez na dobit	036	
4.2. Potraživanja po osnovu poreza na dodatu vrijednost	037	132,873
4.3. Ostala nepomenuta potraživanja	038	894,551
III. KRATKOROČNI FINANSIJSKI PLASMANI (040 do 042)	039	1,170,723
1. Učešće u kapitalu zavisnih pravnih lica namijenjeno trgovanju	040	
2. Otkupljene sopstvene akcije i otkupljeni sopstveni udjeli	041	935,588
3. Ostali kratkoročni finansijski plasmani	042	235,135
IV. GOTOVINA NA RAČUNIMA I U BLAGAJNI	043	703,206
V. STALNA SREDSTVA NAMIJENJENA PRODAJI I SREDSTVA POSLOVANJA KOJE JE OBUSTAVLJENO	044	
E. AKTIVNA VREMENSKA RAZGRANIČENJA	045	107,168
F. UKUPNA AKTIVA (001+002+024+025+045)	046	49,879,258
PASIVA		
A. KAPITAL (102+103+104+105+111+116)	101	29,222,760
I. OSNOVNI KAPITAL	102	51,204,002
II. NEUPLAĆENI UPISANI KAPITAL	103	
III. EMISIONA PREMIIJA	104	
IV. REZERVE (106+107+108+109-110)	105	3,501,169
1. Zakonske rezerve	106	
2. Statutarne rezerve	107	
3. Druge rezerve	108	
4. Pozitivne revalorizacione rezerve i nerealizovani dobiti po osnovu finansijskih sredstava i drugih komponenti ostalog sveobuhvatnog rezultata	109	3,535,137
5. Negativne revalorizacione rezerve i nerealizovani gubici po osnovu finansijskih sredstava i drugih komponenti ostalog sveobuhvatnog rezultata	110	33,968
VI. NERASPOREDJENI DOBITAK ILI GUBITAK (112+113-114-115)	111	-25,482,411
1. Neraspoređeni dobitak ranijih godina	112	1,552,268
2. Neraspoređeni dobitak tekuće godine	113	1,527,934
3. Gubitak ranijih godina	114	28,562,613

8.5. Obaveze po osnovu sredstava namijenjenih prodaji i sredstava poslovanja koje je obustavljeno	142	
F. PASIVNA VREMENSKA RAZGRANIČENJA	143	
G. UKUPNA PASIVA (101+117+125+126+127+143)	144	49,879,258

Izvor: Proračun autora

Prilikom projektovanja bilansa stanja i efekata nakon pripajanja uzeta su u obzir međusobna potraživanja i obaveze ovih društava. Drugim riječima, za iznos potraživanja jednog subjekta prema drugom istovremeno su umanjene obaveze drugog prema prvom, i obratno.

Uvažavajući činjenicu da se radi o spajanju putem pripajanja akumulirani gubitak tekuće i prethodnih godina zadržan je u strukturi kapitala društva ŽPCG AD, dok je za iznos akumuliranog gubitka od 7,374,533 umanjeno osnovni kapital društva OŽVS AD.

Dotano, promjene na strani pasive su uslijedile na pozicijama dugoročna i kratkoročna rezervisanja. Dugoročna rezervisanja su se povećala po osnovu rezervisanja za naknade i druge beneficije zaposlenih za iznos 300,000 eura. Ovaj iznos je predviđen za izmirenje obaveza po osnovu promjene kadrovske strukture. Kad je riječ o kratkoročnim rezervisanjima, obaveza se povećala za iznos 2,298,551 eura. Ova sredstva namijenjena su za otkup akcija u vlasništvu potencijalnih nesaglasnih akcionara u fazi pripajanja.

Na kraju, negativan efekat na poslovne performanse preduzeća ŽPCG AD nakon pripajanja ne može se posmatrati i analizirati isključivo na osnovu finansijskih performansi. Neophodno je strateško prepoznavanje željezničkog saobraćaja kao integralne cjeline privrednog sistema Crne Gore. U narednom dijelu biće sprovedena finansijska analiza te obračunati pokazatelji uspješnosti poslovanja na osnovu projektovanih finansijskih iskaza.

7. Projekcije finansijskih pokazatelja nakon izvršenog pripajanja privrednog subjekta ŽPCG – Scenario 1

Na osnovu projektovanih bilansa izračunati su i finansijski pokazatelji, u cilju evaluacije opravdanosti potencijalnog spajanja uz pripajanje kompanije AD OŽVS kompaniji AD ŽPCG. Kroz projektovane finansijske pokazatelje, analizirane su kratkoročna i dugoročna finansijska ravnoteža, pokazatelji profitabilnosti i aktivnosti, kao i pokazatelji koji prikazuju strukturu izvora finansiranja.

U tabeli 39 date su najznačajnije pozicije projektovanih izvještaja. Nakon spajanja, projektovani prihod od prodaje iznosi 4,050,079 EUR, i dominantno ga čini prihod iz lokalnog i međunarodnog saobraćaja. Važno je naglasiti da blizu četvrtine (23,96%) projektovanog prihoda od prodaje dolazi od usluga održavanja, što je ranije bila djelatnost AD OŽVS. Sa druge strane, najveći dio ukupnih prihoda čine ostali prihodi iz poslovanja (7,197,233 EUR),

apsolutnom iznosu, već je neophodno razumjeti i kontekst industrije u kojoj preduzeće posluje. Tako, kompanije koje posluju u željezničkoj industriji prirodno će imati niže pokazatelje likvidnosti, jer se radi o kapitalno intenzivnoj industriji, u kojoj preduzeća uglavnom imaju duže investicione cikluse. Zato, razumljiva je činjenica da će veliki dio aktive bilansa stanja činiti ulaganja u postrojenja i opremu, dok će obrtna imovina činiti značajno manji dio imovine. Shodno tome, razumljive su niske vrijednosti pomenutih pokazatelja. U funkciji uspostavljanja kratkoročne finansijske ravnoteže, potrebno je ostaviti prostora za eventualne dodatne subvencije u formi ostalih prihoda iz poslovanja, koje bi bile od strateškog značaja za finansijsku ravnotežu preduzeća, sve do stvaranja uslova za konkurentno pružanje usluga, kako u segmentu transporta putnika, tako i u segmentu održavanja voznih sredstava.

Tabela 39. Pokazatelji likvidnosti – komparacija – Scenario 1

Pokazatelji likvidnosti	AD ŽPCG prije spajanja	AD ŽPCG nakon spajanja
Opšta likvidnost	0.60	0.60
Rigorozna likvidnost	0.38	0.39
Trenutna likvidnost	0.05	0.04

Izvor: Kalkulacija autora

U tabeli 41. dati su pokazatelji finansijske strukture i dugoročne finansijske ravnoteže. Kao što se može zaključiti na osnovu koeficijenta finansijske stabilnosti, preduzeće ne može sva dugoročno vezana sredstva pokriti dugoročnim izvorima finansiranja, što znači da dio dugoročnih sredstava finansira kratkoročnim izvorima. Proces spajanja uticao je na poboljšanje ovog parametra, na način da je nakon spajanja ovaj koeficijent smanjen (sa 1,4 na 1,33, imajući na umu da je uslov za uspostavljanje finansijske stabilnost koeficijent koji je manji ili jednak 1). U istoj tabeli dati su i pokazatelji zaduženosti. AD ŽPCG nakon spajanja ima projektovani stepen zaduženosti 41%. To dalje znači da je udio sopstvenih sredstava u ukupnim veći od pozajmljenog (59%), što u krajnjem signalizira da je finansijska sigurnost na zadovoljavajućem nivou. Koeficijent pokriva kamata projektovan je na nivou od 2,34, što znači da na jednu jedinicu troška kamata i kursnih razlika i rashoda po osnovu drugih efekata ugovorene zaštite preduzeće generiše 2,34 jedinice poslovne dobiti. Uprkos tome što je prosjek ovog pokazatelja u industriji u kojoj ova kompanija posluje relativno nizak, na osnovu projekcija možemo zaključiti da AD ŽPCG nakon spajanja zadržava moć da pokrije sve troškove kamata koje vežemo za postojeći dug.

Profitabilnost u odnosu na uložena sredstva prikazana je u tabeli 43, i to kroz stopu prinosa na ukupni kapital (ROA), i stopu prinosa na sopstveni kapital (ROE). Stopa prinosa na ukupni kapital (projektovana u odnosu na poslovnu dobit) iznosi 2,7%, dok stopa prinosa na sopstveni kapital, prema projektovanim vrijednostima bilansa, iznosi 2,625%.

Efikasnost korišćenja imovine analizirana je kroz pokazatelje obrta fiksne imovine, obrtne imovine, kupaca i dobavljača. Osim koeficijenata obrta, u tabeli 44. izračunat je i broj dana obrta fiksne i obrtne imovine, kao i broj dana potrebnih za naplatu potraživanja, i isplatu obaveza prema dobavljačima.

U tabeli 44 prikazane su projektovane vrijednosti pokazatelja efikasnosti korišćenja imovine, kao i broja dana prosječnog trajanja obrta. Koeficijenti obrta fiksne i obrtne imovine uzimaju relativno niske vrijednosti, pa je posljedično veliki broj dana neophodnih za obrt. Osim ovih pokazatelja, na osnovu projektovanih bilansa izračunati su pokazatelji efikasnosti naplate potraživanja, kao i isplate dobavljačima. Sa aspekta likvidnosti može se zaključiti da je povoljan odnos između koeficijenta obrta kupaca i dobavljača. Preduzeće je u mogućnosti da naplati potraživanja značajno brže nego što je to slučaj sa isplatom obaveza. Takođe, primijetno je da je nakon spajanja preduzeće efikasnije i u naplati potraživanja, i u isplati obaveza.

Tabela 43. Projektovani pokazatelji efikasnosti korišćenja imovine – Scenario 1

Projektovani pokazatelji efikasnosti korišćenja imovine	AD ŽPCG prije spajanja	AD ŽPCG nakon spajanja
Koeficijent obrta fiksne imovine	0.45	0.29
Koeficijent obrta obrtne imovine	1.23	1.06
Broj dana obrta fiksne imovine	817.25	1236.73
Broj dana obrta obrtne imovine	296.36	338.47
Koeficijent obrta kupaca	2.09	2.30
Broj dana potrebnih za naplatu potraživanja	174.82	156.38
Koeficijent obrta dobavljača	0.28	0.33
Broj dana potrebnih za isplatu obaveza	1282.53	1071.14

Izvor: Kalkulacija autora

U zaključku ovog segmenta studije opravdanosti pripajanja AD OŽVS kompaniji AD ŽPCG, izvodi se zaključak da postoji značajan potencijal za ostvarivanje brojnih benefita kroz proces

8. Procjena efekata spajanja na poslovne performanse subjekta ŽPCG – Scenario 2

U cilju sagledavanja optimalne poslovne odluke, u nastavku je dat scenario u kojem dolazi do pripajanja kompanije AD OŽVS, kompaniji AD ŽPCG ali sa istim brojem zaposlenih – scenario 2. U tom smislu, projektovani su bilans i stanja i bilans uspjeha koji su dati u tabelama 44 i 45.

Tabela 44. Projektovani bilans stanja nakon spajanja – Scenario 2

Grupa	Pozicija	Red. broj	Vrijednost (EUR)
1	2	3	4
60 i 61	1. Prihodi od prodaje - neto prihod	201	4,050,079
630 i 631	2. Promjena vrijednosti zaliha gotovih proizvoda i nedovršene proizvodnje	202	
62	3. Prihodi od aktiviranja učinaka i robe	203	
	4. Ostali prihodi iz poslovanja (205 do 207)	204	7,250,513
64 i 65	a) Ostali prihodi iz redovnog poslovanja	205	7,197,233
67, 691 i 692	b) Ostali prihodi iz poslovanja	206	53,280
68, sem 683 i 685	c) Prihodi po osnovu vrijednosnog usklađivanja imovine	207	
	5. Troškovi poslovanja (209+210+210a)	208	4,110,457
50 i 51	a) Nabavna vrijednost prodane robe i troškovi materijala	209	1,100,973
53, 54 (dio) i 55	b) Ostali troškovi poslovanja (rezerviranja i ostali poslovni rashodi)	210	1,203,709
540	c) Amortizacija	210a	1,805,775
	6. Troškovi zarada, naknada zarada i ostali lični rashodi (212+213)	211	5,779,999
	7. Rashodi po osnovu vrijednosnog usklađivanja imovine (osim finansijske) (218+219)	217	
580, 581, 582, 589(dio)	a) Rashodi po osnovu vrijednosnog usklađivanja stalne imovine (osim finansijske)	218	
584, 589(dio)	b) Rashodi po osnovu vrijednosnog usklađivanja obrtne imovine (osim finansijske)	219	

583, 585	b) Rashodi po osnovu vrijednosnog usklađivanja kratkoročnih finansijskih sredstava i finansijskih ulaganja koji su dio obrtne imovine	236	
	13. Rashodi po osnovu kamata, kursnih razlika i drugih efekata ugovorene zaštite (238 do 240)	237	573,162
560	a) Rashodi po osnovu kamata, kursnih razlika i drugih efekata ugovorene zaštite po osnovu odnosa sa matičnim i zavisnim pravnim licima	238	
561	b) Rashodi po osnovu kamata, kursnih razlika i drugih efekata ugovorene zaštite po osnovu odnosa sa drugim povezanim licima	239	
562, 563, 564, 569	c) Rashodi po osnovu kamata, kursnih razlika i drugih efekata ugovorene zaštite po osnovu odnosa sa nepovezanim licima	240	573,162
	II. Finansijski rezultat (222+226+230+234-237)	241	-541,010
	III. Rezultat iz redovnog poslovanja prije oporezivanja (221+241)	242	711,514
690 - 590	IV. Neto rezultat poslovanja koje je obustavljeno	243	
	V. Rezultat prije oporezivanja (242+243)	244	711,514
	14. Poreski rashod perioda (246+247)	245	
721	1. Tekući porez na dobit	246	
722	2. Odloženi poreski rashodi ili prihodi perioda	247	
	15. Dobitak ili gubitak nakon oporezivanja (244-245)	248	711,514
	VI. Bruto rezultat drugih stavki rezultata /povezanih sa kapitalom / (250 do 257)	249	-33,968
330	1. Promjene revalorizacionih rezervi po osnovu nekretnina, postrojenja, opreme, nematerijalnih ulaganja i bioloških sredstava	250	0
331	2. Promjene nerealizovanih dobitaka i gubitaka po osnovu preračuna finansijskih izvještaja inostranog poslovanja	251	0
332	3. Promjene nerealizovanih dobitaka i gubitaka po osnovu ulaganja u vlasničke instrumente kapitala	252	-33,968
333	4. Promjene aktuarskih dobitaka i gubitaka po osnovu planova definisanih naknada aktuarskih dobitaka (jli gubitaka) u vezi sa definisanim planovima penzionih naknada	253	0

Tabela 45. Projektovani bilans stanja nakon pripajanja – Scenario 2

Pozicija	Red. broj	Vrijednost (EUR)
A K T I V A		
A. NEUPLAĆENI UPISANI KAPITAL	001	
B. STALNA IMOVINA (003+008+016)	002	39,096,460
I. NEMATERIJALNA ULAGANJA (004 do 007)	003	5,302
1. Ulaganja u razvoj	004	0
2. Koncesije, patenti, licence i slična prava i ostala nematerijalna ulaganja	005	5,302
3. Goodwill	006	0
4. Avansi za nematerijalna ulaganja i nematerijalna ulaganja u pripremi	007	
II. NEKRETNINE, POSTROJENJA, OPREMA I BIOLOŠKA SREDSTVA (009+010+011+015)	008	38,816,572
1. Zemljište i objekti	009	18,536,028
2. Postrojenja i oprema	010	18,866,555
3. Ostala ugrađena oprema, alati i oprema (012+013+014)	011	985,863
3.1. Investicione nekretnine	012	982,898
3.2. Biološka sredstva	013	0
3.3. Ostala nepomenuta materijalna stalna sredstva	014	2,965
4. Avansi za nekretnine, postrojenja, opremu i biološka sredstva i nekretnine, postrojenja, oprema i biološka sredstva u pripremi	015	428,126
III DUGOROČNI FINANSIJSKI PLASMANI I DUGOROČNA POTRAŽIVANJA (017 do 023)	016	274,586
1. Učešća u kapitalu zavisnih pravnih lica	017	142,046
2. Dugoročni krediti matičnom i zavisnim pravnim licima	018	0
3. Učešća u kapitalu kod pravnih lica (sem zavisnih pravnih lica)	019	0
4. Dugoročni krediti pravnim licima kod kojih postoji učešće u kapitalu (sem zavisnih pravnih lica)	020	0
5. Učešća u kapitalu koja se vrednuju metodom učešća	021	0
6. Dugoročna finansijska ulaganja (dati krediti i hartije od vrijednosti)	022	0

II. NEUPLAĆENI UPISANI KAPITAL	103	
III. EMISIONA PREMIJA	104	
IV. REZERVE (106+107+108+109-110)	105	3,501,169
1. Zakonske rezerve	106	0
2. Statutarne rezerve	107	0
3. Druge rezerve	108	0
4. Pozitivne revalorizacione rezerve i nerealizovani dobitci po osnovu finansijskih sredstava i drugih komponenti ostalog sveobuhvatnog rezultata	109	3,535,137
5. Negativne revalorizacione rezerve i nerealizovani gubici po osnovu finansijskih sredstava i drugih komponenti ostalog sveobuhvatnog rezultata	110	33,968
VI. NERASPOREDJENI DOBITAK ILI GUBITAK (112+113-114-115)	111	-25,482,411
1. Neraspoređeni dobitak ranijih godina	112	1,552,268
2. Neraspoređeni dobitak tekuće godine	113	1,527,934
3. Gubitak ranijih godina	114	28,562,613
4. Gubitak tekuće godine	115	0
VIII. UČEŠĆE KOJE NE OBEZBJEĐUJE KONTROLU	116	
B. DUGOROČNA REZERVISANJA I DUGOROČNE OBAVEZE (118+122)	117	2,720,416
I. DUGOROČNA REZERVISANJA (119 do 121)	118	371,708
1. Rezervisanja za naknade i druge beneficije zaposlenih	119	258,408
2. Rezervisanja za troškove u garantnom roku	120	
3. Ostala dugoročna rezervisanja	121	113,300
II. DUGOROČNE OBAVEZE (123+124)	122	2,348,708
1. Dugoročni krediti	123	2,305,506
2. Ostale dugoročne obaveze	124	43,202
C. ODLOŽENE PORESKE OBAVEZE	125	
D. DUGOROČNI ODLOŽENI PRIHODI I PRIMLJENE DONACIJE	126	
E. KRATKOROČNA REZERVISANJA I KRATKOROČNE OBAVEZE (128+129)	127	17,636,082

9. Projekcije finansijskih pokazatelja nakon izvršenog pripajanja privrednog subjekta ŽPCG – Scenario 2

Na osnovu prikazanih bilansa stanja i uspjeha izračunati su pokazatelji finansijske analize, u cilju sagledavanja efekata kojih scenario 2 ima na poslovne performanse kompanije ŽPCG. Stoga u tabeli 46 dat je pregled stavki bilansa uspjeha za postojeće stanje i dva potencijalna scenarija.

Tabela 46. Komparacija pozicija bilansa uspjeha

Odabrane stavke	AD ŽPCG trenutno stanje	AD ŽPCG Scenario 1	AD ŽPCG Scenario 2
Prihod od prodaje (1)	3,079,551	4,050,079	4,050,079
Ostali prihodi iz poslovanja (2)	7,247,948	7,250,513	7,250,513
Poslovni prihod (3 = 1+2)	10,327,499	11,300,592	11,300,592
NVPR i materijal (4)	1,003,079	1,100,973	1,100,973
Ostali troškovi poslovanja (5)	1,918,692	1,503,709	1,203,709
Amortizacija (6)	1,579,917	1,805,775	1,805,775
Troškovi poslovanja (7 = 4 + 5 + 6)	4,501,688	4,410,457	4,410,457
Zarade	4,021,950	5,390,377	5,779,999
Rashodi finansiranja	177,978	573,162	573,162
Neto dobit	1,493,966	767,168	677,546
Akumulirani gubitak	-25,482,411	-25,482,411	-25,482,411

Izvor: Projekcija autora

Na osnovu prikazane tabele može se uočiti da je neto rezultat kompanije najmanji u slučaju nastavka poslovanja po drugom scenariju.

Efekat ovog scenaria na likvidnost kompanije AD ŽPCG prikazan je kroz obračun pokazatelja likvidnosti, što je prikazano u tabeli 47.

Tabela 47. Pokazatelji likvidnosti - komparacija

Pokazatelji likvidnosti	AD ŽPCG trenutno stanje	AD ŽPCG Scenario 1	AD ŽPCG Scenario 2
Opsta likvidnost	0.60	0.60	0.58
Rigorozna likvidnost	0.38	0.39	0.36
Trenutna likvidnost	0.05	0.04	0.03

Izvor: Projekcija autora

Prikazana tabela ukazuje da će se u slučaju odabira scenarija 2, likvidnost kompanije dodatno narušiti. Prethodni zaključak proizilazi iz smanjenja vrijednosti sva tri obračunata pokazatelja, što znači da će se preduzeće i u ovoj situaciji se suočiti sa problemom likvidnosti,

Navedena tabela jasno ukazuje da je profitabilnost kompanije, po scenariju 2, dovedena u pitanje. Drugim riječima, stopa neto dobiti i stopa poslovne dobiti u odnosu na ukupni prihod se smanjila. Ova razlika je posebno očigledna ako se posmatra situacija u kojoj nije došlo do pripajanja kompanije OŽVS. Prethodno navedeno ukazuje da će promjene nastale procesom pripajanja odraziti na profitabilnost kompanije ŽPCG, s tim što scenario 2 ima izraženije posledice.

Osim pokazatelja profitabilnosti, za nastalu situaciju obračunati su i pokazatelji rentabilnosti, prikazani u tabeli 50.

Tabela 50. Komparacija pokazatelja rentabilnosti

Pokazatelji rentabilnosti	AD ŽPCG trenutno stanje	AD ŽPCG Scenario 1	AD ŽPCG Scenario 2
Stopa prinosa na ukupni kapital - ROA	0.053	0.0269	0.0252
Stopa prinosa na sopstveni kapital - ROE	0.101	0.0262	0.0231

Izvor: Projekcija autora

Navedena tabela ukazuje da će se i stope prinosa na ukupan i sopstveni kapital smanjiti. Dakle, može se vidjeti da scenario 2 više ugrožava ostvarivanje rentabilnosti kompanije AD ŽPCG, u odnosu na scenario 1.

U tabeli 51 prikazane su projektovane vrijednosti pokazatelja efikasnosti korišćenja imovine, kao i broja dana prosječnog trajanja obrta. Koeficijent obrta fiksne imovine ima istu vrijednost u oba scenarija, dok se koeficijent obrta obrtne imovine povećao. Sa aspekta likvidnosti može se zaključiti da je povoljan odnos između koeficijenta obrta kupaca i dobavljača. Preduzeće je u mogućnosti da naplati potraživanja značajno brže nego što je to slučaj sa isplatom obaveza. U scenariju 2 vrijeme naplate potraživanja od kupaca je kraće u odnosu na scenario 1, dok je vrijeme za izmirivanje obaveza ostalo isto.

Tabela 51. Komparacija pokazatelja efikasnosti korišćenja imovine

Efikasnost korišćenja imovine	AD ŽPCG prije spajanja	AD ŽPCG nakon spajanja	Bez promjene
Koeficijent obrta fiksne imovine	0.45	0.29	0.29
Koeficijent obrta obrtne imovine	1.23	1.06	1.09
Broj dana obrta stalne imovine	817.25	1236.73	1236.73
Broj dana obrta obrtne imovine	296.36	338.47	328.91
Koeficijent obrta kupaca	2.09	2.30	2.45
Broj dana potrebnih za naplatu potraživanja	174.82	156.38	146.83
Koeficijent obrta dobavljača	0.28	0.33	0.33
Broj dana potrebnih za isplatu obaveza	1282.53	1071.14	1071.14

Izvor: Projekcija autora

10. Procjena rizika prisutnih u procesu spajanja privrednih subjekata AD ŽPCG i AD OŽVS

Analizom efekata spajanja na poslovne performanse privrednog subjekta AD ŽPCG i procjenom finansijskih pokazatelja nakon izvršenog spajanja može se zaključiti da ne postoji značajno veća izloženost rizicima u odnosu na postojeće stanje. Na drugoj strani, operativni rizici vezani za proces održavanje voznih sredstava bili bi značajno veći u slučaju pokretanja stečajnog postupka u AD OŽVS zbog narušene finansijske ravnoteže.

U fnkciji sagledavanja realnog scenarija procesa spajanja ova dva društva, potrebno je sagledati vlasničku strukturu istih.

Akcijski kapital kompanije Željeznički prevoz Crne Gore AD Podgorica na dan 31.12.2022. godine iznosi 37,574,365.00 EUR-a i sastoji se od 7,114,635 akcija nominalne vrijednosti 5.281278 eura po akciji. Vlasnička struktura na isti datum prikazana je u narednoj tabeli.

Tabela 52. Vlasnička struktura ŽPCG

ŽPCG		
Vlasnička struktura	Udio %	Broj akcija
Država	90.7937	6,459,640.36
Fizička lica	2.3171	164,853.21
Fond PIO	0.9741	69,303.66
Zavod za zapošljavanje	0.3884	27,633.24
Ostali akcionari	5.5267	393,204.53
Ukupan broj akcija:		7,114,635.00
Akcijski kapital		37,574,365 €
Nominalna vrijednost		5.2813 €
Neraspoređeni gubitak		-25,482,411 €
Sopstveni kapital		15,593,125 €
Knjigovodstvena vrijednost akcija		2.19 €
Prosječna cijena		0.40 €

Na osnovu prikazane vlasničke strukture, može se očekivati da protiv odluke o spajanju akcionarskih društava budu ostali akcionari sa vlasničkim udjelom od 5,52% i dio fizičkih lica. Iz ovog proizilazi realno očekivanje da će društvo ŽPCG AD kroz otkup sopstvenih akcija imati obavezu u visini od 170,751 EUR-a (po trenutnoj tržišnoj cijeni), odnosno 935,587 EUR-a ukoliko se isplata bude zasnivala na knjigovodstvenoj vrijednosti. Procjena se zasniva na pretpostavci da će udio nesaglasnih akcionara biti 6%. Pretpostavka je bazirana na činjenici da 2,31% akcija fizičkih lica je u posjedu diverzifikovane strukture pojedinaca, koji nemaju aktivno učešće na skupštinama akcionara. Takođe, dodatna pretpostavka je da će se

Značajan broj željezničkih preduzeća iz okruženja je u državnom vlasništvu 100% zbog činjenice da je u pitanju javni transport i benefiti koji iz njega proizilaze. Na taj način, država ima mogućnost da kroz različite oblike finansijske podrške upravlja izazovima relevantnim za ovaj sektor. Na osnovu navedenog, može se procijeniti obaveza za isplatu nesaglasnim akcionarima oba akcionarska društva u rasponu od 719,752 EUR-a (prosječna tržišna cijena) do 2,298,551 EUR-a (knjigovodstvena cijena). Preporuka projektnog tima je da država, kao većinski vlasnik, sagleda mogućnost otkupa ovih akcija po povoljnijoj cijeni u odnosu na cijenu koja bi pripala nesaglasnim akcionarima po članu 127 Zakona o privrednim društvima, ukoliko se otkup akcija realizuje nakon održavanja skupštine akcionara na kojoj bi bila donijeta odluka o restrukturiranju društva.

U dijelu studije koji se bavi analizom pravnih obaveza izvršena je procjena obaveza koje mogu proisteći iz promjene kadrovske strukture nakon pripajanja. S tim u vezi, proces pripajanja ova dva društva potencijalno stvara obavezu vrijednosti 300,000 EUR-a u funkciji optimizacije kadrovske strukture.

Posmatrano iz ugla finansijskih pokazatelja, proces spajanja po scenariju 1 neće bitno uticati na finansijske performanse kompanije AD ŽPCG, naročito u dugom roku. Gledano iz drugog ugla, integracija dva željeznička društva obezbijedila bi kontinuitet poslovanja koji bi bio narušen u slučaju prestanka rada AD OŽVS.

Autori studije su stava da za održivo konkurentno poslovanje AD ŽPCG zahtijeva strateški pristup upravljanju rizicima i njihovo redukovanje na prihvatljiv nivo. Na postojeće finansijske pokazatelje, ali i na buduće poslovne rezultate značajan uticaj će imati strateški, operativni, reputacioni, regulatorni i finansijski rizici.

Strateškim rizicima treba obuhvatiti starost i raspoloživost voznih sredstava i stanje željezničke infrastrukture. Individualno rešavanje samo jedne od pomenutih komplementarnih komponenti ne daje puni efekat. Adekvatnim upravljanjem i brigom od strane države i menadžmenta može se smanjiti negativan uticaj i u dugom roku od njih napraviti održiv izvor konkurentne prednosti. Menadžment kompanije treba da je svjestan činjenice da savremeni korisnik usluga, u procesu njene evaluacije, uzima u obzir sve elemente ponude, pa ih je kroz definisanje marketing strategije potrebno identifikovati i dati predlog za unapređenje.

Izgradnja dionice auto puta je jedan od strateških rizika koji se morao prihvatiti, a uz trenutno nizak nivo pružene usluge u željezničkom saobraćaju treba ga shvatiti kao direktno konkurentan oblik prevoza.

Mapiranjem relevantnih rizika, u operativne rizike, nakon izvršenog spajanja društava, neophodno je svrstati ekonomsko i tehničko zastarijevanje opreme za održavanje voznih sredstava. Da bi kompanija skratila vrijeme servisiranja i ujedno proširila asortiman usluga u segmentu održavanja neophodno je u kratkom roku modernizovati ovaj poslovni proces.

Zaključak i preporuke

Rezultati predmetne ekonomsko-financijske analize treba da posluže kao informaciona podloga donosiocima odluka u procesu rješavanja strateških pitanja u okviru željezničkog saobraćaja. Autori naglašavaju strateški značaj željezničkog saobraćaja u procesu budućeg privrednog razvoja zemlje i njenog pristupanja Evropskoj uniji. Privredno restrukturiranje Crne Gore podrazumijeva modernizaciju željezničkog saobraćaja u pravcu povećanja prosječne brzine i skraćivanje vremena trajanja vožnje. Sa druge strane, podizanjem nivoa kvaliteta pružene usluge i nivoa bezbjednosti stvoriće se preduslovi za bolje korišćenje turističkog potencijala.

Cilj ove studije je da ocijeni opravdanost pripajanja AD OŽVS kompaniji AD ŽPCG kroz prikazane scenarije, te da izvrši evaluaciju mogućih rešenja za prevazilaženje trenutne nepovoljne financijske situacije u kompaniji AD OŽVS.

Posmatrano iz ugla financijskih performansi može se zaključiti da preduzeća u okviru ovog sektora imaju niske pokazatelje likvidnosti i akumulirane gubitke čime se u dugom roku umanjuje vrijednost osnovnog kapitala kompanija. Takođe, kompanije imaju značajne obaveze prema Upravi prihoda i carina Crne Gore po osnovu poreza. Najviše je ugroženo poslovanje preduzeća AD OŽVS koje ima rashode finansiranja u iznosu od 395,184 EUR-a po osnovu poreskog duga (2022.). To za posljedicu ima povećanje negativnog neto rezultata odnosno rast akumuliranog gubitka. Važno je napomenuti da jedan od uzroka slabijeg poslovnog rezultata, jeste činjenica da od 2013. godine je AD OŽVS ustupilo bez naknade privrednom društvu AD ŽŠCG. na korištenje Depo za opravku EMV, i da po tom osnovu je došlo do značajnog smanjenja operativnih prihoda.

Uvidom u bilans uspjeha AD OŽVS uočeno je da u strukturi poslovnog prihoda prihod od prodaje učestvuje sa 99% i posledica je pružanja usluga kompanijama AD ŽPCG i AD Montecargo. Na osnovu navedenog, preduzeće ne generiše prihod po osnovu subvencija od države. Rast prihoda za 14.7% u odnosu na 2021. godinu pratio je i rast rashoda. U strukturi troškova najznačajnija kategorija su troškovi zarada koji su ujedno i najveći troškovi ovog preduzeća. Osim poslovnih, preduzeće je suočeno i sa visokim financijskim rashodima. Financijski rashodi društva (troškovi kamata) odnose se na obračunatu kamatu od strane Uprave prihoda i carina, za neplaćeni dospjeli dug vezan za porez.

Analizom financijskih izvještaja, za prethodne tri godine, može se zaključiti da su pokazatelji likvidnosti iz godine u godinu sve niži. Osim toga, ugrožena je i dugoročna financijska stabilnost. Prethodno navedeno, potvrđuju rezultati Altmanovog Z score modela, koje ovo preduzeće svrstava u grupu onih kojima je izvjestan stečaj.

767,168 eura. Ovakav ishod se reflektovao na smanjenje pokazatelja profitabilnosti ROA i ROE.

Finansijskom analizom projektovanih bilansa nakon pripajanja utvrđeno je da će preduzeće i nakon spajanja imati nezadovoljavajuću likvidnost. Ipak, za donošenje konačne ocjene treba imati u vidu da se pokazatelji ne posmatraju samo u apsolutnom iznosu, već je neophodno razumjeti i kontekst industrije u kojoj preduzeće posluje. Tako, kompanije koje posluju u željezničkoj industriji prirodno će imati niže pokazatelje likvidnosti, jer se radi o kapitalno intenzivnoj industriji.

Sa druge strane, spajanje je pozitivno uticalo na koeficijent finansijske stabilnosti, jer je smanjen (sa 1,4 na 1,33), imajući na umu da je uslov za uspostavljanje finansijske stabilnosti koeficijent koji je manji ili jednak 1. Dalje, AD ŽPCG nakon spajanja ima projektovani stepen zaduženosti 41% dok je ranije imao vrijednost 49% što u krajnjem signalizira da je finansijska sigurnost na zadovoljavajućem nivou. Koeficijent pokriva kamata projektovan je na nivou od 2.34, uprkos tome što je prosjek ovog pokazatelja u ovoj industriji relativno nizak, na osnovu projekcija možemo zaključiti da AD ŽPCG nakon spajanja zadržava moć da pokrije sve troškove kamata.

Odabirom Scenarija 2, likvidnost kompanije bi se dodatno pogoršala. Nadalje, važno je ukazati da se vrijednost koeficijent pokriva dodatno smanjila u odnosu na Scenario 1 čime se smanjuje i finansijska moć kompanije. Osim likvidnosti, primjenom Scenarija 2 dovedena je u pitanje profitabilnost kompanije. Sprovedena analiza ukazuje da će se i stope prinose na ukupan i sopstveni kapital smanjiti. Dakle, može se vidjeti da Scenario 2 više ugrožava rentabilnosti kompanije AD ŽPCG, u odnosu na Scenario 1.

U konačnom, stav projektnog tima je da pripajanje AD OŽVS kompaniji AD ŽPCG po scenariju 2 nije finansijski opravdano, jer izbor ovog scenarija po skoro svim aspektima pogoršava stanje u kompaniji (posmatrano u odnosu na scenario trenutno stanje i Scenario 1). Razlika u poslovnim performansama biće izraženija u narednim godinama, pod pretpostavkom da su rezervisanje za zarade od 300,000 jednokratne i vezane samo za prvu poslovnu godinu nakon pripajanja.

Pozitivna strana ovog scenarija ogleda se u socio-ekonomskoj komponenti kroz prizmu zadržavanja ljudskih resursa, koji nemaju izraženu konkurentnost na trenutnom tržištu rada. Za ostvarivanje ovog cilja i uspostavljanje dugoročne ravnoteže privrednog subjekta AD ŽPCG, potrebno je razmotriti mogućnosti povećanja nivoa subvencija. Adekvatno upravljanje tim novčanim fondom podrazumijeva usmjeravanje sredstava na davanje prednosti investicionim aktivnostima u odnosu na tekuće obaveze, u dugom roku.

U predmetnoj studiji analizirana je i vlasnička struktura kompanija. Na osnovu vlasničke strukture kompanije AD OŽVS, može se očekivati da protiv odluke o spajanju akcionarskih društava budu investicioni fondovi i fizička lica sa vlasničkim udjelom od 11,84%. Iz ovog

- Posmatrano iz ugla finansijskih pokazatelja, proces spajanja neće bitno uticati na finansijske performanse kompanije AD ŽPCG, naročito izborom Scenarija 1.
- Analizom dubljih aspekata projektovanih finansijskih izvještaja, uočeno je da će kompanija nakon pripajanja poslovati sa finansijski stabilnijim rezultatom.
- Povećanje vlasničkog udjela države na nivo iznad 95% pojednostavilo bi proces donošenja strateških odluka u ovom preduzeću.
- Socijalna komponenta kroz rast nezaposlenosti potencijalnim gašenjem AD OŽVS dodatno opravdava izvedeni zaključak o spajanju.

Shodno navedenom, u cilju prevazilaženja navedenih izazova i jačanju finansijskog položaja kompanije država je prepoznata kao važan subjekt. Stoga, autori su stava da se u kratkom roku taj cilj ne može smanjiti bez subvencija države, uz istovremenu napomenu da ta sredstva, u srednjem roku, treba usmjeriti na investicione aktivnosti, optimizaciju radnih mjesta, marketing strategiju, a ne na izmirenje tekućih ili prethodnih obaveza društva.

Harica Mapićević
Harica Mapićević