

UNIVERZITET SINGIDUNUM
Departman za posleddiplomske studije

POSLOVNA EKONOMIJA
MASTER STUDIJSKI PROGRAM

PRERADJIVAČKA INDUSTRIJA KAO SEGMENT FINANSIJSKOG TRŽIŠTA SRBIJE

– MASTER RAD –

MENTOR:
Prof. dr Zoran Jeremić

STUDENT:
Milena Todorović
Broj indeksa 401753/2011

Beograd, 2013.

SADRŽAJ

Uvod	4
I deo – Koncept finansijskog tržišta	9
1.1. Vrste finansijskih tržišta	9
1.2. Istorijski razvoj finansijskog tržišta	11
1.3. Poslovi na finansijskom tržištu	12
II deo – Pojam berze i berzanskog poslovanja	14
2.1. Vrste i organizacija berze	14
2.2. Istorijat Beogradske berze	16
2.3. Akcije kao predmet trgovanja finansijskih berzi	18
2.3.1. Berzanski žargon za opis pojedinih akcija	21
2.4. Metodi trgovanja na Beogradskoj berzi	21
2.5. Berzanski indeksi	23
2.5.1. Indeksi Beogradske berze	24
2.6. Makroekonomska funkcija berze	28
2.7. Centralni registar hartija od vrednosti	30
III deo – Kotacija i listing	32
3.1. Listirane kompanije na beogradskoj berzi u 2009. godini	34
3.2. Prednosti listiranja	37
3.3. Značaj listiranja akcija velikih javnih kompanija	38
3.3.1. Uticaj listiranja javnih kompanija na trgovanje akcijama ..	39
IV deo – Preradivačka industrija srpskog finansijskog tržišta	42
4.1. Sektorska klasifikacija srpskog finansijskog tržišta	42
4.2. Analiza izabranih kompanija iz „C“ sektora	43
4.2.1 „Alfa plam“ a.d. Vranje na beogradskoj berzi	44
4.2.1.1. Struktura vlasništva a.d. „Alfa plam“	44
4.2.1.2. Istorijski pregled trgovanja akcijama Alfa plam ...	45
4.2.1.3. SWOT analiza	51
4.2.1.4. Analiza poslovanja	52
4.2.1.5. Berzanski pokazatelji	58
4.2.2. Milan Blagojević Smederevo	60
4.2.2.1. Struktura vlasništva Milan Blagojević	60

4.2.2.2. Istorijski pregled trgovanja akcijama	61
4.2.2.3. SWOT analiza	64
4.2.2.4. Analiza poslovanja	64
4.2.2.5. Berzanski pokazatelji	70
4.2.3. IMLEK na beogradskoj berzi	71
4.2.3.1. Struktura vlasništva	71
4.2.3.2. Istorijski pregled trgovanja akcijama	72
4.2.3.3. SWOT analiza	75
4.2.3.4. Analiza poslovanja	75
4.2.3.5. Berzanski pokazatelji	79
4.2.4. Mlekara Subotica	80
4.2.4.1. struktura vlasništva Mlekare Subotica	80
4.2.4.2. Istorijski pregled trgovanja akcijama	81
4.2.4.3. SWOT analiza	84
4.2.4.4. Analiza poslovanja	85
4.2.4.5. Berzanski pokazatelji	88
4.3. Značaj preradjivačke industrije za privredu Srbije	89
4.3.1. Industrijska proizvodnja u Srbiji	89
4.3.2. Zaposlenost u preradjivačkoj industriji	90
Zaključak	92
Literatura	94

UVOD

Finansijska tržišta predstavljaju najznačajniji faktor ukupnog ekonomskog i privrednog sistema u zemljama sa razvijenom tržišnom privredom. Ona omogućavaju normalno odvijanje privrednih odnosa. Savremena finansijska tržišta su vrlo dinamična. Finansijska tržišta imaju veliki značaj za razvoj proizvodnje, povećanje društvenog proizvoda i ostvarivanje akumulacije. Ona su postala neizbežan faktor i ugaoni kamen otpočinjanja i završavanja svih privrednih aktivnosti, bez obzira na vrste svojinskih odnosa u uslovima slobodne tržišne ekonomije robno - novčanog karaktera¹. Značaj i uloga finansijskih tržišta mogu se sagledati i kroz funkcije koje ova tržišta obavljaju, a to su: funkcije povezivanja, alokativna funkcija, funkcija razvoja, funkcija efikasnosti, funkcija odredjivanja cene finansijskih sredstava, funkcija smanjenja troškova i funkcija pouzdanosti.

Berza predstavlja organizovani prostor na kome se obavlja kupovina i prodaja određene vrste roba, uopšteno poslovni prostor gde se trguje berzanskim materijalom.

Postoji više verzija priče kako je nastala reč **berza**. Po jednim nastala je od francuske reči *bourse* koja označava mesto gde su se sastajali trgovci početkom 15. veka. Po drugim autorima ta reč je nastala od imena jedne poznate patricijske porodice „*Van der Burse*“ iz Briža ispred čije kuće se u srednjem veku nalazila jedna od prvih berzi. Prve organizovane berze javije su se u Parizu 1563. godine „*Bourse de valeurs*“ i 1566. u Londonu „*Royal Exchange*“ današnja „*Stock Exchange*“.

U zemljama sa razvijenom tržišnom ekonomijom berza predstavlja javno dobro isto kao putevi, vodovod ili električna mreža. Dok putevima cirkulišu robe i putnici, dotle berzom cirkuliše kapital odnosno hartije od vrednosti. Cirkulacija kapitala je od neprofitabilnih investicija ka profitabilnim sa osnovnim ciljem da se uvećava kapital. Ovo kretanje kapitala omogućava da se otvaraju nova radna mesta. Veoma važno je napomenuti da sama berza ne poseduje nikakve hartije od vrednosti sa kojima se trguje, ona sama ne prodaje niti kupuje hartije od vrednosti koje su predmet trgovine. Berza, takodje, ne utvrđuje cene hartija od vrednosti već se one formiraju na osnovu odnosa ponude i tražnje koja se u određeno vreme formira.

Osnovne funkcije koje svaka berza mora da obezbedi na tržištu su:²

¹ Кулић М., *Финансијска тржишта*, треће измењено и допуњено издање, Мегатренд Универзитет, Београд, 2007.

² Jeremić Z., *Finansijska tržišta*, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2009.

- informisanost svih učesnika na tržištu o hartiji od vrednosti kojom će trgovati na berzi pre početka trgovanja (prospektus) i nakon trgovanja (kursna lista);
- listing – obezbeđuje se da emitent ispunjava propisane uslove od strane berze;
- trgovanje, kao proces utvrđivanja cene na tržištu putem sučeljavanja ponude i tražnje, po pravilima trgovanja i u sistemu za trgovanje berze;
- izveštavanje nakon završetka procesa trgovanja o ceni, obimu trgovanja i drugim elementima iz procesa trgovanja.

Treba napomenuti da pojedini autori izveštavanje svodi u funkciju informisanosti pa tako berza onda ima tri odnosno četiri funkcije.

U zavisnosti od razvoja privrede berzanska tržišta su kompanije svrstale u određene sektore. Jednom svrstane kompanije u određeni sektor ostaju u istom sve do kada se hartije od vrednosti iste kotiraju na berzi. Sektorska klasifikacija berzanskog poslovanja uglavnom je uskladjena sa privrednom klasifikacijom. U okviru sektora dozvoljene su promene oblasti poslovanja odnosno izdvajanja u nove podsektore ukoliko se pojedina industrija toliko razvoja da to i zahteva. Tako na primer, proizvodnja auto motora se razvojem celokupne industrije može podeliti na proizvodnju motora putničkih automobila i motora teretnih vozila. Time se ne menja sektor već se isti još više raščlanjuje.

Pored osnovnih delova rada (Uvoda, Zaključka i Literature) rad se sastoji iz četiri međusobno povezanih dela. U prvom delu predstavljen je teorijski koncept finansijskog tržišta. Ovaj deo je upravo pod sličnim naslovom **Koncept finansijskog tržišta**. Finansijsko tržište je skup tri samostalna, ali i međusobno povezana tržišta – tržišta kapitala, tržišta novca i deviznog tržišta. Zbog postojanja tri elementa, pojedini autori zagovaraju stav da kada se govori o skupu ovih triju tržišta treba govoriti u pluralu, tako da se veoma često pored rasprave finansijskog karaktera vode i lingvističke rasprave. Između ostalog, u njemu je predstavljen i istorijski razvoj ovog tržišta i poslovi koji se obavljaju na savremenim finansijskim tržištima. U drugom delu rada čiji je naslov **Pojam berze i berzanskog poslovanja** objašnjene su vrste i organizacija berze, kao i istorijski aspekt Beogradske berze. Predstavljene su indeksi Beogradske berze kao i makroekonomska funkcija berze. U ovom delu je predstavljen Centralni registar hartija od vrednosti. Proces kotacije i listiranja predmet je trećeg dela rada. Naslov trećeg dela rada je **Kotacija i listing**. U ovom delu je predstavljeno je listiranje kompanija u 2009. godine, s razlogom jer je ovo godina eskalacija svetske ekonomske krize u Srbiji. Četvrti deo rada je srž istraživačkog procesa i u njemu je ukazano na sektorsku klasifikaciju Beogradske berze i izvršena analiza poslovanja izabranih kompanija. Za primer su uzete kompanije: Alfa plam iz Vranja i Milan Blagojević iz Smedereva kao kompanije čija je osnovna delatnost proizvodnja električnih i neelektričnih uređaja za domaćinstvo i kompanije

IMLEK i Mlekara Subotica kao predstavnici iz oblasti prerade mleka i proizvodnje sireva. Pored ove analize predstavljen je i značaj koji preradivačka industrija ima privredu i društvo u celini. Naslov četvrtog dela rada je **Preradivačka industrija srpskog finansijskog tržišta**.

U samom nazivu teme odnosno rada sadržan je i **predmet** ovog **istraživanja**. Ne postoji berza u okviru koje njen integralni deo nije preradivačka industrija. Ova industrija, tačnije hartije od vrednosti koje emituju preduzeća iz ove oblasti je sastavni deo svakog finansijskog tržišta. Predmet istraživanja je analiza cena hartija od vrednosti pojedinih preduzeća i njihov uticaj na društvena dešavanja. Pored toga, predmet istraživanja može se predstaviti i kroz utvrđivanje društvenih i naučnih ciljeva istraživanja.

Kao primarni **naučni cilj** ovog istraživanja javlja se naučna deskripcija i predstavljanje poslovnih i berzanskih performansi analiziranih preduzeća. Analizom prikupljenih podataka omogućiće se uvid u značaj pojedinih berzanskih i poslovnih pokazatelja. Posmatrano sa naučnog stanovišta ovaj rad omogućiće kontinuirano istraživanje ove problematike na našem podneblju koje je počelo sa procesom restrukturiranja privrede i društva na samom početku 21. veka. Povezivanjem teorije i prakse u okviru ovog istraživanja ostvariće se društveni cilj i opravdanost pojedinih teoretskih istraživanja. Zaključci i saznanja koja će se dobiti ovim istraživanjem mogu poslužiti da preduzeća u praksi sprovedu neke do sada neplanirane zadatke.

Berzansko poslovanje na značaju, kako u teorijskoj tako i praktičnoj primeni, dobija u prvim godinama tranzicionog perioda. Među brojnom stranom i domaćom literaturom koja obuhvata ovu problematiku ovo istraživanje će se konceptirati na najzastupljenijom literaturi u univerzitetskim bibliotekama Srbije. Kako je finansijsko tržište u Srbiji još uvek u razvoju, brojni domaći autori svakodnevno omogućavaju pristup stranim iskustvima koje se bazira na visokorazvijenih finansijskog tržišta.

Da bi se u potpunosti zaokružio naučno-istraživački proces u radu „**Preradivačka industrija kao segment finansijskog tržišta Srbije**“ koristiće se sledeće **osnovne (polazne) metode** istraživačkog procesa:

- Analitička metoda kojom se misaone tvorevine raščlanjuju i dele na njihove elemente i sastavne delove. Za potrebe planiranog i predstavljenog sadržaja istraživanja koristiće se nekoliko vrste analize:³
 - ✓ deskriptivna koja podrazumeva opisivanje elemenata neke celine;

³ Opširnije o metodama naučno-istraživačkog rada u: Miljević M., *Metodologija naučnog rada*, Filozofski fakultet Univerzitet u Istočnom Sarajevu, Pale, 2007.

- ✓ eksplikativna, koja podrazumeva pronalaženje relacija i zavisnosti koje postoje medju delovima celine, odnosno medju podsistemima sistema
 - ✓ kauzalna analiza, koja utvrđuje uzročno posledične veze;
 - ✓ strukturalna analiza, koja otkriva strukturu pojave;
-
- Sinteza, kao naučna metoda podrazumeva proces uopštavanja i spajanja jednostavnih misaonih tvorevina u složene pojmove i sisteme.
 - Metoda apstrakcije podrazumeva postupak apstrahovanja, tj. odvajanja opšteg i posebnog, bitnih od nebitnih osobina određene pojave i predmeta istraživanja, odnosno izdvajanje neodređenog iz konkretnog dijalektičnog jedinstva predmeta.

Pored navedenih, da bi se sprovedo planirano istraživanje korišćene su još i metoda konkretizacije koja predstavlja proces apostrofiranja konkretnog iz opšteg, ako i metoda generalizacije koja se sastoji u postupku uopštavanja niza pojava iste vrste. Istorijskom metodom izvršeno je upoređenje podataka iz bliže odnosno dalje prošlosti sa trenutnim performansama analiziranih kompanija.

Kao zemlja u tranziciji i istovremeno u razvoju jedan od prioriteta nosioca ekonomske politike je razvoj finansijskog tržišta. Procesom restrukturiranja, tadašnje SFR Jugoslavije ostvorila su se vrata stvaranju novog tržišta – finansijskog. **Aktuelnost istraživanja** leži u činjenici da se je proizvodni sektor lokomotiva ekonomskog razvoja i velika šansa za finansijska tržišta poput srpkog. Pojavom na berzi, preduzeće lakše dolazi do likvidnog kapitala. Na taj način, odnosno listiranjem svojih akcija na finansijskom tržištu preduzeće finansira svoju proizvodnju i istovremeno pospešuje rad same berze i kompletnog finansijskog tržišta.

Istraživanje se je baziralo na *desk* istraživanju. Na osnovu prikupljenih relevantnih podataka od institucija koje imaju najveći kredibilitet po pitanju tačnosti informacija izvršena su određena izračunavanja. Kao rezultat istraživanja tržišta i konkurencije, opet po konceptu *desk* istraživanja uradjena je SWOT analiza. Važno je naglasiti da su sve informacije dobijene iz dokumenata koji imaju karakter javnosti, kao i to da se u istraživanje (eventualnih) poslovnih tajni nije ulazilo.

Deo naučno-istraživačkog procesa podrazumeva i postavljanje određenih tvrdnji na kojima se bazira konkretno istraživanje. Postavljanjem i predstavljanjem hipoteza upotpunjuje se i istovremeno, rad uvodi u naučno-istraživačku sferu. Tako su na osnovu predstavljenog sadržaja postavljenje sledeće hipoteze:

Osnovna hipoteza glasi:

- **Preradivačka industrija (Sektor „C“) je nosilac razvoja svakog finansijskog tržišta, samim tim i srpskog.**

U zavisnosti od karakteristika i obima istraživanja, pored osnovne odnosno generalne hipoteze, naučno-istraživački rad može imati i posebne (pojedinačne) hipoteze. Posebnim hipotezama utvrđuje se pretpostavljeno stanje određenog dela rada. One su u funkciji generalne tvrdnje. Naime, posebnim hipotezama se potvrđuje, odbacuje (negiraju) ili delimično potvrđuje odnosno odbacuje generalna hipoteza. Na ovim metodološkim pravilima postavljene su sledeće posebne hipoteze:

- **I pored brojnih društveno-ekonomskih problema srpske kompanije iz oblasti preradivačke industrije, a na osnovu elementarnih berzanskih pokazatelja, zavredjuju pažnju stranih investitora;**

i

- **Povećanje i rast industrijske proizvodnje uslovljavanja upošljavanje novih radnika što se direktno odražava na berzanske performanse.**

I – KONCEPT FINANSIJSKOG TRŽIŠTA

Finansijsko tržište je organizovano mesto i prostor na kome se traže i nude finansijsko- novčana sredstva i na kome se u zavisnosti od ponude i tražnje formira cena tih sredstava.

Formiranje cena novčanih sredstava na finansijskom tržištu izražava se kamatnom stopom. Ukoliko je pri ponudi tih sredstava od osnovnog značaja održavanje likvidnosti, onda se rok na koji se ta slobodna novčana sredstva nude utvrđuje na sasvim kratkom vremenskom intervalu, pa samim tim će i kamatna stopa, odnosno cena ponudjenih sredstava biti niža. Ukoliko se nude novčana sredstva, koja iz bilo kog razloga mogu biti slobodna na duži rok, onda će kamatna stopa, odnosno cena ponudjenih sredstava biti veća i to zbog toga što se ova cena zbog dugog roka sastoji iz tzv. čiste kamate i riziko premije.

Uloga finansijskog tržišta sastoji se u pružanju i stvaranju mogućnosti alokacije novčanih sredstava. To praktično znači prenos novčanih sredstava sa onih fizičkih i pravih lica koja raspolazu većim slobodnim novčanim iznosima; od onih koji ih žele samostalno uložiti, na ona fizička i pravna lica čiji je dohodak nedovoljan za finansiranje tekućih i razvojnih planova iz oblasti proizvodnje, potrošnje, prometa, i usluge za koje se pretpostavlja da su društveno i ekonomski opravdani.

Finansijsko tržište omogućuje ostvarenje optimalnosti u korišćenju društvenih i privrednih resursa a na taj način neposredno doprinosi i skladnijem privrednom razvoju zemlje.

1.1. VRSTE FINANSIJSKIH TRŽIŠTA

Danas postoje dve osnovne vrste tržišta:

1. produktno ili robno, na kojem se nude i traže razne vrste roba i usluga;
2. finansijsko tržište, na kojem se nude i traže novčana sredstva

Finansijsko tržište, prema predmetu poslovanja, se može podeliti na: ⁴

- **Novčano tržište:** na kome se traže i nude kratkoročna novčana sredstva. Zadatak novčanog tržišta je da svakom privrednom subjektu omogući da dodje u posed kratkoročnih novčanih sredstava koja su mu potrebna za održanje likvidnosti ili robni promet ili proizvodnju.

⁴ Prilagodjeno prema: Živković A., Erić D., Bojović P. & Pavlović Dj., *Uvod u finansijski menadžment*, Čigoja štampa, Beograd, 2005.

Novčano tržište se može definisati kao ukupnost svih novčanih transakcija u okviru jedne nacionalne ekonomije iz osnova ponude i tražnje kratkoročnih slobodnih novčanih sredstava izraženih u različitim vidovima bilateralnih i multilateralnih fin. instrumenata.

Novčano tržište je najširi deo finansijskog tržišta i u sebi objedinjuje:

- ✓ tržište žiralnog novca, na kome se vrši kupovina i prodaja kratkoročnog žiralnog novca i kratkoročnih hartija od vrednosti;
- ✓ kreditno tržište, na kome se daju ili uzimaju kratkoročna novčana sredstva u formi kredita;
- ✓ eksontno i lombardno tržište, na kome se povlače kratkoročna sredstva centralne banke;
- ✓ tržište kratkoročnih hartija od vrednosti.

➤ **Tržište kapitala:** na kome se novčana sredstva traže i nude dugoročno. Ono u osnovi predstavlja specijalizovano tržište na kojem se trguje dugoročnim novčanim sredstvima tj. kapitalom i dugoročnim hartijama od vrednosti – tj. vrednosnim papirima. Tržište kapitala omogućava pojedincima i korporacijama da menjaju strukturu i smer svojih investicionih portfelja.

➤ **Devizno ili internacionalno tržište novca:** na kome se vrši kupovina i prodaja stranih sredstava plaćanja, uskladjuje ponuda i tražnja deviza i utvrđuje kurs deviza koji su predmet poslovanja. Utvrđivanje deviznog kursa vrši se u okviru intervencionih tačaka pri čemu se intervencija Centralna Banka obavezuje da će otkupiti neograničen broj deviza koji se nudi po donjem intervencionom kursu i da će prodati neograničene količine deviza ako se traže po gornjem intervencionom kursu. Osnova za postojanje savremenog deviznog tržišta je međunarodni platni promet. Osnovna funkcija učesnika na deviznom tržištu je da od nosilaca deviznih sredstava kupe raspoloživa sredstva radi i da ih prodaju zainteresovanim uvoznicima radi plaćanja njihovih obaveza u inostranstvu.

Tržište hartija od vrednosti: predstavlja specifični oblik finansijskog tržišta, sastoji se od:

- ✓ emisionog ili primarnog tržišta, koje predstavlja jedinstvo svih aktivnosti i poslovnih operacija vezanih za izdavanje hartija od vrednosti i njihov prvi otkup od strane kupca;
- ✓ sekundarnog tržišta, koje predstavlja dalji život već emitovanih hartija od vrednosti, odnosno njihovu dalju kupovinu i prodaju

1.2. ISTORIJSKI RAZVOJ FINANSIJSKOG TRŽIŠTA

Trgovina novcem kao embrion savremenog finansijskog tržišta vuče koren od pojave novca i novčanih viškova i manjkova kao rezultante njegovih funkcija. Prve organizovane novčane transakcije sa viškovima i manjkovima zabeležene su još pre 2000. godina u Rimskoj imperiji koja je, Rim kao nacionalno tržište novca pretvorila u „svetsku centralu trgovine novcem“ dakle u centralno internacionalno finansijsko tržište.

Raspadom rimskog carstva, raspada se i organizovani oblik finansijskog tržišta i vlada haos: novčane špekulacije, pljačke i opšte rasulo. Tek krajem 13. i početkom 14. veka organizovano je prvo tržište novca u Firenci koje je svoje viškove novca u najvećem delu pozajmljivalo Engleskoj i Francuskoj i to bez kamate, koja je kanonskim zakonima bila zabranjena ali uz „taksu“ kao cenu za prenošenje novca.⁵ Krajem 15. i početkom 16. veka, prvo Englezi u Londonu, a zatim Francuzi u Parizu, osnivaju svoja nacionalna finansijska tržišta. U isto vreme velika Hazburška trgovačka kuća *Fugger & Welser* osniva svoje tržište koje zajedno sa engleskim i francuskim tržištima počinje da trguje i meničnim pismima odnosno menicama sa bankarskim potpisom. Na taj način Firenca gubi svoj prestiž i značaj njegovog nacionalnog finansijskog tržišta opada na internacionalnom planu.

Krajem 16. veka Amsterdam postaje centar svetske trgovine, pa tako i finansijski centar koji vrlo brzo poprima internacionalni karakter. Već 1770. godine Amsterdam je pozajmio 250 miliona guldena drugim državama uz kamatnu stopu od 3,5% p.a. Krajem 17. a zatim u 18. i naročito početkom 19. Veka centralizacijom engleskog bankarskog sistema pod okriljem centralne banke, Engleska preuzima vodeću ulogu na svetskom finansijskom tržištu, kako na nacionalnom, tako i internacionalnom planu. U isto vreme Nemci, osnivaju svoje Berlinsko tržište, Francuzi Parisko za Francusku i Rusiju, a Amerikanci svoje u Njujorku. I tako može se reći da počinje era rada, funkcionisanja i postojanja savremenog oblika finansijskog tržišta. To u isto vreme ukazuje da je finansijsko tržište u savremenom smislu reči, kao odnos i briga centralne banke prema stabilnom i zdravom nacionalnom novcu i prema dobrom i uspešnom bankarskom sistemu pa tako i ukupnom ekonomskom sistemu, vrlo mlada institucija koja postoji oko 100 godina

Potrebno je istaći da u periodu od 1930 – 1961 godine internacionalno tržište praktično nije ni funkcionisalo a poslovi na njemu, i kad ih je bilo, bili su opterećeni velikim novčanim špekulacijama izazvanim svetskom krizom i stalnim revalvacijama odnosno devalvacijama. Eliminisanje ovih negativnosti i uspešan razvoj i funkcionisanje internacionalnih, pa time i nacionalnih finansijskih tržišta počinje od 1962. godine pa dalje zaključivanjem niza platnih i drugih sporazuma

⁵ Krstić B., *Bankarstvo*, Prosveta, Niš, 1996.

između najrazvijenijih industrijskih zemalja o saradnji njihovih centralnih banaka na području operacija na finansijskom tržištu.⁶

1.3. POSLOVI NA FINANSIJSKOM TRŽIŠTU

Poslovi na finansijskom tržištu su raznovrsni, značajni i mnogobrojni. Neki od njih su zavisni od vrste finansijskog tržišta na kome se obavljaju, a neki su jedinstveni i zajednički za sva finansijska tržišta.

Osnovni poslovi na novčanom tržištu su:

1. kupovina i prodaja kratkoročnog novca i određenih HoV u cilju osiguranja likvidnosti;
2. davanje i uzimanje kratkoročnih kredita; realizacija kamatne arbitraže i
3. realizacije određenih spekulativnih aktivnosti.

Poslovi koji se odvijaju na tržištu kapitala su: kupovina i prodaja dugoročnih novčanih sredstava, odnosno kapitala i hartija od vrednosti, posredstvom široke mreže berzanskih instrumenata kao što su: obveznice, akcije, sertifikati i druge hartije od vrednosti koje su uvršćene u listu hartija od vrednosti sa kojima se može trgovati na tržištu kapitala.

Poslovi na deviznom tržištu mogu se klasifikovati na sledeći način:

- kupovina i prodaja deviza koju vrše posrednici u svoje ime i za svoj račun;
- kupovina i prodaja deviza od strane ovlašćenih lica tj. ovlašćenih banaka tzv. dileri i
- otkup i prodaja deviza od strane interventa tj. nacionalne banke.⁷

Jedinstveni i zajednički poslovi, bez obzira na vrstu finansijskog tržišta su:

- promptni ili kasa poslovi kupovine i prodaje, kod kojih se svaka novčana transakcija, izvršava odmah, najkasnije u roku od dva do pet radnih dana od dana zaključenja posla.
- terminski poslovi kupovine i prodaje, kod kojih se svaka novčana transakcija realizuje na određenom roku koji počinje nakon roka utvrdjenog za promptne kupoprodaje. Specifičnost je i u tome što Centralna Banka nije

⁶ Krstić B., *Bankarstvo*, Prosveta, Niš, 1996.

⁷ Prilagodjeno prema: David S. Kidwell, Richard L. Peterson, David W. Blackwell, *Financial Institutions, Markets and Money*, The Dryden Press, Harcourt College Publishers, USA, 2000.

obavezna pri odstupanju kurseva da interveniše što je slučaj kod promptnih poslova kupovine i prodaje deviza.

Specifični poslovi koji se odvijaju na finansijskom tržištu bez obzira na segmente su:⁸

- kao poslovi na finansijskom tržištu mogu se smatrati samo oni poslovi koji su zaključeni u za to određenoj organizovanoj prostoriji, u određeno vreme, i čiji su predmet zaključka finansijske vrednosti koje se prodaju ili kupuju na tom tržištu;
- celokupno poslovanje finansijskog tržišta kontroliše se putem rasnovrsnih organa, npr. izvršni komitet, kontrolni komitet...;
- poslove finansijskog tržišta mogu obavljati samo članovi tržišta, a posredničke poslove na finansijskom tržištu mogu obavljati samo za to ovlašćena lica-posrednici tzv. mešetari, brokeri, dileri,...;
- izvršeni poslovi obračunavaju se putem „obračunske i klirinške institucije tržišta“ kod koje svaki član tržišta ima svoj račun na kojem raspolaže određenim novčanim sredstvom potrebnim za regulisanje poslova kupoprodaje.

⁸ Prilagodjeno prema: David S. Kidwell, Richard L. Peterson, David W. Blackwell, *Financial Institutions, Markets and Money*, The Dryden Press, Harcourt College Publishers, USA, 2000.

II – POJAM BERZE I BERZANSKOG POSLOVANJA

2.1. VRSTE I ORGANIZACIJA BERZE

Berza se razlikuje po tome čime se trguje i kako se trguje. Predmet trgovine nije prisutan na mestu trgovanja pa zato mora biti podložan tipizaciji i standardizaciji. Kod novca i hartija od vrednosti to nije problem, međutim, sa robom je nešto drugačije – standardizaciji su podložne sirovine i proizvodi prvog stepena obrade.

Finalnim proizvodima se ne može trgovati na berzi. Postupkom standardizacije postiže se da predmet trgovine bude po svim osobinama istovetan u najmanjim količinama kako i u najvećim. Pod berzanskim poslovanjem podrazumeva se:

- registracija tržišnog materijala kojim se trguje na berzi;
- utvrđivanje kamatnih stopa, kurseva, odnosno cena tržišnog materijala kojim se trguje na berzi;
- trgovina tržišnim materijalom;
- izvršavanje obaveza učesnika na berzi po poslovima zaključenim na berzi i
- javno objavljivanje podataka o poslovanju na berzi.

Na finansijskoj berzi može se trgovati:

- žiralnim novcem, menicama, čekovima, devizama, kratkorčnim hartijama od vrednosti, kao i zlatom i drugim plemenitim metalima;
- hartijama od vrednosti koje glase na stranu valutu;
- dugoročnim hartijama od vrednosti, i
- finansijskim derivatima.

Na robnoj berzi može se trgovati:

- robom i
- finansijskim derivatima.

Trgovina na berzi može se obavljati:

- promptno i
- na termin.⁹

⁹ Živković A., Erić D., Bojović P. & Pavlović Dj., *Uvod u finansijski menadžment*, Čigoja štampa, Beograd, 2005.

Promptnom trgovinom se podrazumeva izvršavanje kupoprodajnih obaveza odmah, a najkasnije u roku od pet dana. Terminskom trgovinom se podrazumeva izvršavanje kupoprodajnih obaveza u roku dužem od pet dana.

Berzanskim aktima uređuju se način i uslovi trgovine, trgovački standardi i trgovačka dokumenta. Berza je dužna da organizuje informacioni sistem preko koga se obaveštava javnost o:

1. obimu ponude i tražnje na berzi;
2. obimu zaključenih poslova na berzi po vrsti tržišnog materijala;
3. početnoj, srednjoj i zaključnoj ceni pojedinog tržišnog materijala;
4. kotacijama na berzi;
5. tržišnom materijalu kojim se trguje na berzi, i
6. drugim podacima koji su značajni za rad berze.

Globalna berza sve više marginalizuje određeno mesto na kome se odvija trgovina i ona postaje sveobuhvatna putem mrežnog povezivanja. Prilikom donošenja uzansa i standarda vezanih za trgovinu berze su dobrim delom samostalne, isto kao u kontroli njihove primene i sankcionisanja odstupanja od njih. U tu svrhu pri berzama rade posebni berzanski sudovi – arbitraže.

Sama suština berze ostala je ista, još od vremena flamanskih trgovaca zadržala je svoje osnovne kumulativne elemente:

- trgovina bez uzorka – na reč;
- poverenje i njegova zaštita;
- određeni uslovi trgovanja jednaki su za sve učesnike.

Organizacija berze slična je koncentričnim krugovima u čijem centru se nalazi sama berza sa svojim službama, pratećim organizacijama i institucijama. Kada je nastajala prvo je оформljen prvi krug trgovaca, a zatim se formirao njegov centar i periferija. Neposredni trgovci i dalje predstavljaju ključni mehanizam berzanskog trgovanja. Na velikom broju berzi postoji tačno propisan broj mesta za ove ekskluzivne igrače koji se zakupljuju na godišnjem nivou. To su boksevi iz kojih broker komunicira sa svojom brokerskom kućom u vezi daljih poslova.

Na parketu se nalaze i pultovi i tačno se zna kojom se hartijom ili predmetom trgovanja trguje za kojim pultom. Ovo dovodi do brže i jednostavnije realizacije poslova. Ne retko je predmet trgovanja odvojen i vremenom tako da se tačno zna u kom vremenu se trguje kojim materijalom (primer je Madjarska berza).

Svaki naredni krug igrača kako se udaljuje od centra ima manje prava uprocesu berzanskog trgovanja. Prvi u drugom krugu trgovanja oko berzanskog centra nalaze se opet berzanski posrednici, ali bez prava učešća na zvaničnim berzanskim sastancima i zaključivanje poslova na njima. I ova grupa igrača mora, pre pristupanja trgovini da zadovolji stroge kriterijume vezane za poslovnu pouzdanost. Učesnici u drugom krugu služe kao veza šireg tržišta sa ovlašćenim igračima na berzanskom parketu. Treći, po redu, su savetnici za investiranje u terminske ugovore, a četvrti, firme koje upravljaju otvorenim računima za investiranje. Odmah iza prvog kruga, na nekim manje razvijenim tržištima dolazi otvoreno tržište na kome ovlašćeni posrednici nalaze klijente. Na taj način, prikupljaju se slobodna sredstva na tržištu i preko sistema berzanskog poslovanja kanališu u određenim pravcima. Sa druge strane ovog lanca nalaze se preradivači, krajnji potrošači i primarni proizvođači kojima berza donosi slične pogodnosti u poslovanju.

2.2. ISTORIJAT BEOGRADSKE BERZE

Prve ideje o osnivanju ustanove koja bi kontrolisala kretanje vrednosti novca pojavile su se u Srbiji tridesetih godina devetnaestog veka. Srpsko trgovačko udruženje, koje je bilo značajno za razvitak celokupne srpske trgovine, dalo je inicijativu za donošenje Zakona o javnim berzama. Narodna skupština je 3. novembra 1886. godine usvojila Zakon, koji je proglasio i objavio tadašnji kralj Srbije Milan M. Obrenović. Nekoliko godina kasnije, 21. novembra 1894. godine, u Gradjanskoj kasini održana je Osnivačka skupština Beogradske berze, izabrana je stalna uprava i berzanski posrednici. Cilj osnivanja Berze bilo je unapređenje, olakšanje i regulisanje trgovinskog prometa: svakovrsne robe (naročito zemaljskih proizvoda), svih hartija od vrednosti čije je kotiranje dopušteno, čekova i bonova, kovanog i papirnog novca.

Prvi berzanski sastanci održani su u hotelu „Bosna“ na obali Save, gde su se sastajali izvoznici i pripremali zaključke na hranu i suve šljive. Tada se održavao samo jedan berzanski sastanak i u jednom odeljenju sklapani su svi berzanski poslovi (valute, efekti i roba). Razvojem trgovanja, formiraju se dva odeljenja: odeljenje za robu, koje ostaje na obali Save kao Produktna berza, i odeljenje za valute i efekte, Valutna berza, koja počinje da radi u prostorijama hotela „Srpska Kruna“. U tom periodu, Beogradska berza je važila za najbolje organizovanu privrednu ustanovu, bila je jedna od najstarijih berzi u Evropi, a cene koje su utvrđivane bile su reperne cene proizvoda na drugim evropskim berzama.¹⁰

Početkom XX veka, na Berzi su se kotirale različite hartije od vrednosti. Najtraženije i najstabilnije bile su državne hartije, što je i razumljivo – poverenje u državu bilo je veće nego u akcionarska društva. Tada je važilo pravilo da „ako

¹⁰ www.belex.rs

hoćeš da dobro jedeš, treba ulagati u akcije. Opet, ako hoćeš mirno da spavaš, treba ulagati u državne papire“. Na Berzi su se kotirale akcije preko 140 novčanih zavoda. U periodu između dva svetska rata, posle pauze od četiri godine i u izuzetno teškoj privrednoj situaciji, Berza ponovo pokreće aktivnosti – priprema pravne regulative, nove uzanse i, shodno tome, postižu se i novi rezultati.

Razvojem Berze, stekli su se uslovi i za izgradnju doma Berze, a u želji da se obezbede neophodni i savremeni uslovi za rad, adekvatan prostor, nove tehničke mogućnosti, upotreba savremenih sredstava komunikacije, laboratorije, funkcionisanje berzanskog suda i sl. Već 1934. godine Berza se useljava u novu zgradu na Kraljevom trgu br. 13. Promet Berze se povećavao, berzansko poslovanje beležilo je uspon, svakoga dana Berzu je posećivalo 100-150 lica, a kursni list se štampao u hiljadu primeraka i na tri jezika.

Ovaj period je po razvojnim karakteristikama bio najobimniji i najintenzivniji, sve do velike svetske krize, koja se odrazila i na poslovanje naše privrede. U poslednjim godinama postojanja, za predsednika Berze izabran je predsednik Vlade Kraljevine Jugoslavije, univerzitetski profesor dr Milan Stojadinović. Jedan od poslednjih sastanaka Uprave Berze održan je 28. marta 1941. godine. Kao institucija, Berza je postojala sve do 1953. godine, kada je formalno ukinuta Odlukom Prezidijuma Vlade Srbije. Mnogi poznati trgovci, bankari, priznati oficiri i članovi Berze nestali su tokom rata, ili su nakon rata osudjeni kao neprijatelji režima ili, jednostavno, kao nepoželjna lica. Na taj način, sa Berzom su otišli i ljudi koji su osnovali Berzu, odnosno, omogućavali njen rad. Mnogima je oduzeta imovina, a uništen je i veliki deo dokumentacije i materijala iz zgrade stare Beogradske berze.

S promenom opšte klime u društvu i početkom privrednih reformi i nakon usvajanja Zakona o tržištu novca i tržištu kapitala, 1989. godine održana je Osnivačka skupština Jugoslovenskog tržišta kapitala, osnovanog od strane 32 najveće banke sa teritorije nekadašnje Jugoslavije. Tokom 1992. godine Jugoslovensko tržište kapitala menja ime u Beogradsku berzu. Na Beogradskoj berzi se tokom 90-ih godina uglavnom trgovalo kratkoročnim dužničkim hartijama od vrednosti preduzeća, državnim obveznicama i sl. Iako je 1991. godine obavljeno prvo trgovanje akcijama (preduzeća Sintelon i Auto kuće Kikinda), značajniji pomak u trgovanju na Berzi ostvaren je tek 2000. godine, kada su u sekundarno trgovanje uključene akcije iz prethodnih postupaka privatizacije, a trgovanje se još intenzivnije nastavlja od 2001. godine. U toku 1996. godine na Beogradskoj berzi trgovano je i robno-komercijalnim zapisima Direkcije za robne rezerve sa podlogom u pšenici, kukuruzu, šećeru i ulju, a prve opštinske obveznice trgovane su na Berzi tokom 2000. godine, kada su u promet uključeni i blagajnički zapisi NBJ. Uvodjenje obveznica Republike Srbije 2001. godine, za pokriće duga države po osnovu stare devizne štednje, dalo je još veći zamah razvoju domaćeg tržišta kapitala. Od reosnivanja, poslovanje Beogradske berze nije prekidano, čak ni u vreme NATO agresije 1999. godine.

Tokom 2003. i 2004. godine uradjena su značajna unapredjenja na polju razvoja BELEX sistema za trgovanje, uvedeno je kontinuirano i daljinsko trgovanje i intenzivirana je međunarodna saradnja sa drugim razvijenim berzama i berzama u okruženju. Prvi indeks Beogradske berze BELEXfm objavljen je krajem 2004. godine, a do danas se nastavlja sa razvojem drugih berzanskih pokazatelja. U toku 2005. godine akcenat je stavljen na unapredjenje procesa informisanja i izveštavanja sa Berze, a u rad su pušteni i prvi informacioni servisi za distribuciju podataka iz trgovanja u realnom vremenu. U toku 2006. godine otpočeo je i proces edukacije najšire javnosti, kao i unapredjenje saradnje sa izdavaocima hartija od vrednosti, što je u aprilu 2007. godine dovelo i do prvog listiranja akcija.

2.3. AKCIJE KAO PREDMET TRGOVANJA FINANSIJSKIH BERZI

Akcija (*share, stock*) je finansijski instrument koji vlasniku (investitoru) daje pravo na deo profita (dobiti) preduzeća – dividendu, pravo na upravljanje preduzećem i pro rata imovinu u slučaju njegove likvidacije.

Vlasnici akcija smatraju se vlasnicima preduzeća.

U literaturi se najčešće sreće bazično razlikovanje akcija na dve osnovne vrste:

1. obične i
2. preferencijalne akcije.

Najpoznatiji tip akcija su svakako obične akcije (*ordinary, common shares*), čijim izdavanjem emitent dolazi do sredstava za finansiranje poslovanja, dok kupci postaju novi suvlasnici firme i one su najzastupljeniji instrument akcijskog kapitala. Pošto investitori prihvataju rizik poslovanja emitenta oni dobijaju pravo da učestvuju u deobi dobiti, u obliku dividende. Isplata dividendi ne predstavlja prioritetnu obavezu za preduzeće kao isplata kamate na emitovane instrumente duga. Pored prava vlasništva i prava na dividendu, obične akcije nose sa sobom još neka prava.

Znači, sistematizovano najvažnije karakteristike običnih akcija su:

1. emitovanje akcija predstavlja način prikupljanja kapitala prodajom dela imovine emitenta.
2. svaka emisija akcija kreira promene u strukturi vlasništva.
3. obične akcije su hartije od vrednosti koje nemaju fiksni rok dospeća fiksna i garantovana plaćanja.
4. vrednost akcija određuju investitori.

5. isplata dividende ne predstavlja zakonsku obavezu za preduzeće.
6. vlasnici običnih akcija imaju čitav niz prava, od kojih je svakako najznačajnije pravo glasa.
7. obične akcije nose nepovoljniji poreski tretman u odnosu na instrumente duga, pošto se dividenda ne tretira kao trošak poslovanja kao plaćanje kamate na dugoročne obveznice.¹¹

Drugu veliku grupu instrumenata akcijskog kapitala čine preferencijalne ili prioritetne, povlašćene akcije (*preferred, preference shares*). Za njih se vrlo često kaže da predstavljaju hibridne finansijske instrumente između obveznica i drugih instrumenata duga i običnih akcija.

Veliki bum u razvoju su doživele 20-tih i 30-tih godina 20. veka, nakon čega su počele da gube na popularnosti, da bi se ponovo afirmisale tokom 80-tih godina. One, takodje, odražavaju deo vlasništva nad korporativnim vlasničkim oblikom preduzeća (A.D.), s tom razlikom što njihovi vlasnici obično ne uživaju pravo glasa. Samo ime preferencijalne potiče od **prednosti** – prioriteta, preferencija, povlastica, koje vlasnici ovih akcija imaju nad vlasnicima akcija iz grupe običnih. Te prednosti ogledaju se, pre svega, u povlašćenom tretmanu prilikom isplate dividendi (preferencijalna dividenda koja se isplaćuje pre nego što se proglasi isplata redovne dividende) i u prioritetu u pogledu izvršenja obaveza u slučaju bankrotstva ili likvidacije A.D.

Preferencijalne akcije kreirane su kako bi potencijalnim investitorima donosile veće prinose od obveznica (pošto je fiksna dividenda obično veća od kamatne sope), ali i veću sigurnost (manji rizik) od običnih akcija (usled pomenutih povlastica).

U pogledu plaćanja dividende moguće je razlikovati dve vrste prioritetnih akcija:

1. kumulativne i
2. nekumulativne.¹²

Kod **kumulativnih preferencijalnih akcija** sve neisplaćene dividende iz prethodnih godina se kumuliraju i moraju biti isplaćene pre dividende vlasnicima običnih akcija. Samim tim, one su vrlo atraktivne za investitore.

Kod **nekumulativnih preferencijalnih akcija**, A.D. nema obavezu da kumulira neisplaćene dividende iz ranijih godina. Međutim, tu postoji zabrana isplate dividendi vlasnicima običnih akcija. Drugim rečima, dividenda na obične akcije ne sme se isplatiti dok se prvo ne isplati dividenda vlasnicima prioritetnih akcija.

¹¹ Grubišić Z., *Osnovi finansijskih tržišta*, Univerzitet „Braća Karić“, Fakultet za trgovinu i bankarstvo, Beograd, 2008.

¹² Erić D., *Finansijska tržišta i instrumenti*, Čigoja štampa, Beograd, 2003.

Preferencijalne akcije mogu biti i **konvertibilne** (*convertible preference share*) i kao takva omogućava investitoru da je zameni za unapred utvrđeni broj običnih akcija u vreme koje on izabere. Preduzeću je dozvoljeno da odredi minimalnu tržišnu cenu obične akcije koja mora biti realizovana, da bi se moglo koristiti navedeno pravo konverzije. Ukoliko nosi pravo na fiksni prinos i pravo na upravljanje preduzećem naziva se **participativna preferencijalna akcija** (*participating preference share*).¹³

Pored dve osnovne vrste akcija, u okviru svake grupe finansijskih instrumenata mogu postojati različite varijante. Tako na primer, u okviru običnih akcija, možemo razlikovati **više klasa akcija** (A, B, itd.), koje svojim vlasnicima daju, pre svega, različita prava glasa, ali i različite prihode.

U literaturi se pominje i postojanje **garantovanih akcija**. Specifičnost koja ih razlikuje u odnosu na druge akcije sastoji se u tome što je isplata dividende garantovana drugom firmom ili finansijskom institucijom. Dosta su korišćene krajem 19. veka od strane velikih železničkih kompanija koje su na taj način pomagale manjim kompanijama da prikupe kapital za ekspanziju poslovanja.

Razvojem savremenih finansija pojavio se, naravno, i veliki broj inovacija i na polju instrumenata akcijskog kapitala. Kao posebne vrste instrumenata akcijskog kapitala pominju se i:

- bankarski udeli (*banker's shares*);
- prava i varanti (*rights and warrants*);
- glasački sertifikati ili sertifikati glasača (*voting trust certificates – VTC*);
- američke i globalne depozitarne potvrde (*American Depositary Receipts – ADRs and Global Depositary Receipts – GDRs*).¹⁴

Konačno, prema Zakonu o hartijama od vrednosti akcije su svrstane u više grupa:¹⁵

1. Prema redosledu emitovanja: osnivačke (akcije prve emisije) i akcije sledećih emisija.
2. Prema sadržini prava učešća u dobiti: obične (redovne) i prioritetne (povlašćene) akcije.
3. Prema pravu glasa: akcije bez prava glasa i akcije s pravom glasa.

¹³ Erić D., *Finansijska tržišta i instrumenti*, Čigoja štampa, Beograd, 2003.

¹⁴ Isto.

¹⁵ Prema: Grubišić Z., *Osnovi finansijskih tržišta*, Univerzitet „Braća Karić“, Fakultet za trgovinu i bankarstvo, Beograd, 2008.

2.3.1. BERZANSKI ŽARGON ZA OPIS POJEDINIH AKCIJA

U berzanskoj terminologiji postoji više izraza kojima se opisuju različite vrste akcija. Ovo su neki tipični primeri:

- *Blue chips* – plavi žetoni – reč je o akcijama koje emituju velike, poznate i prestižne firme. Dobile su ime po tome što u kockarnicama „plavi žetoni“ obično predstavljaju žetone sa najvećom vrednošću. Ove akcije usled snage emitenata daju veliki potencijal za rast, više se oslanjajući na rast cena (kapitalni dobitak), nego na isplate dividendi. Karakteriše ih relativno manji stepen rizika nego kod drugih akcija. U SAD neke od kompanija čije se akcije smatraju „plavim žetonima“ su u sastavu vodećih tržišnih indeksa, kakav je, na primer *Dow-Jones Industrial Average – AT&T, Boeing, Coca-Cola, General Electric, General Motors, IBM, McDonalds*, itd.
- *Penny stock* – akcije za peni – radi se o akcijama kompanija koje se mogu oceniti kao izuzetno spekulativne. Ime su dobile po tome što im je tržišna cena izuzetno niska, obično ispod 5 dolara. Najčešće se radi, ili o kompanijama koje se nalaze u početnim fazama razvoja, ili akcionarskim društvima koja su zapala u velike probleme i gubitke u poslovanju. Iskustvo govori da kod ovih akcija postoji jako veliki procenat propadanja. Otuda ih treba izbegavati ili biti jako oprezan u investiranju.
- *Income shares* – akcije koje donose velike prihode – reč je o akcijama gde investitor očekuje velike prihode u obliku dividendi. Najčešće se radi o kompanijama koje isplaćuju veliki deo dobiti, tako da nema suviše velikog porasta kapitalnih dobitaka.
- *Growth stocks* – akcije rasta – gde se očekuje od emitenta da ostvari bolje performanse od proseka. U tom smislu se smatra da će imati veći obim prodaje, viši prihod neto dobit od drugih preduzeća u grani ili na tržištu. Ova preduzeća redje se odlučuju da isplaćuju dobit u obliku dividende, reinvestiraju ostvareni profit, pa zato dolazi do porasta tržišne cene i akcionari profitiraju kroz rast kapitalnih dobitaka.¹⁶

2.4. METODI TRGOVANJA NA BEOGRADSKOJ BERZI

Trgovina na Berzi odvija se na berzanskim sastancima u okviru berzanskog i vanberzanskog tržišta. Hartije od vrednosti kojima se trguje na Berzi su akcije i dužničke hartije od vrednosti.

¹⁶ Erić D., *Finansijska tržišta i instrumenti*, Čigoja štampa, Beograd, 2003.

Berzanska trgovina akcijama, obveznicama i ostalim dužničkim hartijama od vrednosti odvija se u informacionom sistemu Berze – elektronskoj platformi za trgovanje BELEX. Naloge za trgovanje članovi Berze ispostavljaju elektronskim putem u BELEX sa svojih radnih stanica instaliranih u boksovima u sali za trgovanje Berze, odnosno sedištu ili poslovnoj jedinici člana Berze – daljinsko trgovanje. Nalozi za trgovanje se uparaju po kriterijumu cene i vremena unosa u informacioni sistem Berze. Na osnovu uparenih naloga za trgovanje zaključuju se transakcije o čemu se izradjuju zaključnice koje se elektronskim putem dostavljaju Centralnom registru i članovima Berze koji su zaključili transakcije.

U primarnom trgovanju hartijama od vrednosti (javna ponuda hartija od vrednosti u postupku izdavanja) na berzanskim sastancima primenjuju se tri metoda trgovanja:

- metod proporcionalne prodaje;
- metod kontinuirane prodaje;
- metod višestruke cene.

Sekundarno trgovanje hartijama od vrednosti, na berzanskim sastancima, organizuje

se sledećim metodama trgovanja, u zavisnosti da li je hartija listirana na listingu A ili B, ili je uključena na vanberzansko tržište:

- metodom preovladjujuće cene (*Single Price Auction*), sa jednom ili više aukcija dnevno. Na osnovu naloga za trgovanje koje članovi Berze dostave u vremenskom periodu predvinenom za prijem naloga za trgovanje utvrđuje se preovladjujuća cena. Preovladjujuća cena je cena po kojoj se ostvaruje najveći obim prometa akcija, meren količinom – brojem akcija.
- metodom kontinuiranog trgovanja (*Continous Trading Method*). Odvija se u tri faze:
 1. faza predotvaranja;
 2. faza otvaranja;
 3. faza kontinuiranog trgovanja.
- metodom minimalna cena – minimalna količina – primenjuje se samo u sekundarnom trgovanju akcijama na slobodnom berzanskom tržištu na zahtev Akcijskog fonda, ukoliko je prijavljena ponuda akcija objedinjena po ceni i iznosi najmanje 10%, a najviše 15% od ukupnog broja emitovanih akcija. Ovaj metod je licitacionog karaktera i podrazumeva kupovinu celokupnog ponudjenog paketa, licitacijom od početne cene na više.

2.5. BERZANSKI INDEKSI

Berzanski indeks se može definisati kao sveobuhvatna statistička kompilacija cena akcija koje su njima reprezentovane, odnosno kao metoda merenja ili praćenja cenovnog kretanja određene grupe hartija od vrednosti.

Na berzanskim tržištima širom sveta danas postoji veliki broj pokazatelja cena. Oni se međusobno mogu razlikovati po metodologiji izračunavanja i obuhvatnosti, ali istovremeno svi imaju zajednički cilj postojanja.

Osnovni zadatak berzanskih indeksa da daju odgovor na fundamentalno pitanje

„kako se kreće finansijsko tržište?“

Svaka svetska berza uglavnom ima barem jedan pokazatelj kojim se meri dnevna, kao i dugoročna aktivnost na tržištu. Ustanovljeni pokazatelji predstavljaju uzorkovano trgovanje akcijama na datim berzama. Indeksi služe za merenje i upoređivanje opštih

performansi tržišta, mada ima i primera kada nisu postavljeni toliko široko. Indeksi mogu biti sastavljeni na taj način da predstavljaju samo pojedinačne segmente tržišta. Na primer, u sastav indeksa mogu se uključiti samo preduzeća koja pripadaju određenoj privrednoj grani, to jest sektoru (npr. građevinske firme jedne države).

Takodje, oni mogu pripadati različitim nišama po pitanju veličine kompanija na koje se odnose (mogu biti orijentisani striktno na velike kompanije ili samo na mala i srednja preduzeća).

Za finansijske analitičare od velike važnosti da budu upoznati sa karakteristikama tržišnih pokazatelja, kako bi se poredjenja njihovih vrednosti i kretanja vršila na ispravnim osnovama. Dosadašnja proučavanja finansijskih tržišta pokazala su da svi indeksi na jednom tržištu uglavnom imaju istu tendenciju kretanja. Šta više, na razvijenijim tržištima postoje i utvrđene vrednosti faktora korelacije izmedju određenih indeksa, koji imaju dosta visoke vrednosti. Uprkos tome, berzanski indeksi ne moraju nužno da se kreću identično, a ova odstupanja u kretanju rezultat su različite metodologije kreiranja i izračunavanja indeksa.

Na različitosti kretanja može uticati veliki broj faktora. Osnovna tri faktora prilikom konstrukcije indeksa su:

- broj akcija koje ulaze u indeksnu korpu,
- učešće dodeljeno uključenim akcijama i

- metod putem kojeg se računa prosek.

Berzanski indeksi predstavljaju jedan od najznačajnijih pokazatelja razvoja tržišta, ali i privrede u celini. Oni ne određuju kako će se cene menjati u budućnosti, već pokazuju kako su se cene akcija menjale u prošlosti. Ipak, uprkos tom značajnom ograničenju za sve potencijalne investitore oni predstavljaju osnovu u analizi berzanskog poslovanja i donošenju odluka o kupovini i prodaji hartija od vrednosti. Osim toga, berzanski indeksi su postali pokazatelji opšteg privrednog kretanja jedne zemlje.

2.5.1. INDEKSI BEOGRADSKE BERZE

Kao prvi indeks na našem berzanskom tržištu kreiran je kompozitni indeks slobodnog berzanskog tržišta BELEXfm. On će imati prednost i u predstavljanju, jer će se kasnije prikazom novijeg BELEX15 jasno videti evolutivni napredak u tržišnim pokazateljima Beogradske berze.

- **Startovanje novog indeksa BELEXline** – Posle analize kretanja na domaćem finansijskom tržištu, Beogradska berza odlučila je da počne da objavljuje novi indeks BELEXline koji je zamenio indeks BELEXfm. Procenjeno je da je enormni rast cena akcija i uopšte tržišnih aktivnosti neadekvatno predstavljen postojećim pokazateljem opšteg kretanja, odnosno indeksom BELEXfm. Uvodjenjem novog indeksa realnije je predstavljena svakodnevna aktivnost u trgovanju.

Osnovna intencija je da se indeksom predstave one akcije kojima se trguje na redovnoj osnovi, odnosno da se indeksira realna tržišna kapitalizacija, koja predstavlja proizvod konstantnih trgovačkih procesa. U tom smislu, postoje razlike u pristupu i konstrukciji indeksa BELEXline u odnosu na BELEXfm. Osnovna razlika sastoji se u tome što BELEXline predstavlja indeksiran uzorak hartija kojima se trguje, dok je BELEXfm u indeksnu korpu uključivao sve akcije čijim trgovanjem je zaključena najmanje jedna transakcija. Kao glavni argument za odabir metoda uzorkovanja u odnosu na ukupni obuhvat može se istaći da je u sastavu indeksne korpe BELEXfm indeksa sadržano 988 akcija, dok se pregledom dnevnih izveštaja može ustanoviti da se i u periodima visoke likvidnosti tržišta (na primer – prvi kvartal 2007. godine) u proseku svakodnevno trguje sa manje od 120 hartija. Metodološki, takva situacija dovodi do ograničenja uticaja likvidnih kompanija, od strane nelikvidnih održavajući male promene u indeksnoj kapitalizaciji odnosno u vrednosti indeksa. U tom prostoru se i nalazi objašnjenje zašto je indeks BELEXfm u prethodnom periodu beležio značajno niže stope rasta u odnosu na indeks BELEX15.

- **Belex 15** – sa ciljem da unapredi konformisanje investicione javnosti, poveća transparentnost tržišta i nastavi pozitivne trendove nastale uvodjenjem prvog indeksa BELEXfm, Beogradska berza je kreirala novi i moderniji indeks BELEX15.

Izračunavanje je počelo 01.oktobra 2005. godine, a kao bazna vrednost određeno je 1.000 indeksnih poena. Beogradska berza očekuje da će ovaj pokazatelj omogućiti razvoj naprednijih alata za analiziranje i upoređivanje podataka sa tržišta.

BELEX15 je indeks ponderisan tržišnom kapitalizacijom koji se ne prilagođava za isplaćene dividende i nije zaštićen od dilutacionog efekta koji se javlja usled isplate dividendi. Ponderisan je isključivo tržišnom kapitalizacijom koja se nalazi u slobodnom prometu (*free float*). Sastoji se od akcija kojima se trguje metodom kontinuiranog trgovanja i koje ispunjavaju kriterijume za ulazak u indeksnu korpu.

Učešće komponenti u indeksu je ograničeno na maksimalnih 20% od ukupne tržišne kapitalizacije indeksa. Indeks je kreiran sa ciljem da meri promene cena akcija na slobodnom berzanskom tržištu kojima se trguje metodom kontinuiranog trgovanja, a koje su zadovoljile kriterijume za uključivanje u indeksnu korpu.

BELEX15 meri performanse najlikvidnijeg segmenta tržišta kapitala savremenom tehnikom i od njega se očekuje da bude analitička alatka za finansijske analitičare, stručnu javnost i individualne investitore.

Za razliku od BELEXfm-a (kasnije BELEXline), izračunavanje BELEX15 se vrši svakog radnog dana berze u realnom vremenu od momenta kad se ispune uslovi za njegovo otvaranje, do formiranja cena na zatvaranju. Dakle, on tokom dana menja svoju vrednost u skladu sa tržišnim kretanjima najlikvidnijih hartija. Prva vrednost indeksa tokom dana se izračunava u trenutku kada 60% akcija koje učestvuju u indeksnoj korpi ostvari prvu transakciju u danu (cenu na otvaranju). Od tog momenta počinje kontinuirano izračunavanje.

Medjutim, ukoliko se do kraja trgovanja ne otvori više od 40% akcija iz indeksne korpe, indeks se ne izračunava u realnom vremenu, već se samo utvrđuje vrednost indeksa prema cenama na zatvaranju (koje čine indeksnu korpu). U obračun indeksa ne ulaze cene koje su ostvarene blok transakcijama, već samo one koje su ostvarene u redovnom kontinuiranom trgovanju.

Kao što je napomenuto, indeks je ponderisan *free float* tržišnom kapitalizacijom, pa je neophodno prvo izračunati taj faktor. Broj akcija u indeksu određuje

ukupan broj akcija pomnožen sa *free float* faktorom (FFc). On se dobija kada se od ukupnog broja akcija oduzmu akcije koje se ne nalaze u slobodnom prometu, a po kriterijumima Beogradske berze to su:

- akcije u vlasništvu lica koja pojedinačno poseduju više od 10% ukupnog broja izdatih akcija određenog izdavaoca;
- akcije u vlasništvu direktora, članova upravnog i nadzornog odbora;
- sopstvene akcije izdavaoca;
- akcije u vlasništvu međunarodnih organizacija i institucija za razvoj;
- akcije koje poseduje Republika Srbija, izuzimajući akcije kod Akcijskog fonda, fonda za penziono i invalidsko osiguranje i fonda za razvoj Republike Srbije.

Ogranačivanje učešća, odnosno dominantnog uticaja neke od akcija iz indeksne korpe na vrednost indeksa, vrši se ograničavanjem broja akcija sa kojima izdavalac učestvuje u indeksnoj korpi. Maksimalno učešće jedne akcije u korpi iznosi 20%.

BELEX15 ima vrlo specifično pravilo vezano za sastav indeksne korpe koja ima za cilj da identifikuje najlikvidnije hartije na tržištu i samo njih uzme u obzir prilikom prve naredne revizije indeksa. U sastav indeksne korpe mogu da udju isključivo obične akcije kojima se trguje metodom kontinuiranog trgovanja i koje ispunjavaju „pravilo 80“. To pravilo obuhvata akcije koje su dva uzastopna imala najmanje 80% trgovanja za svaki kvartal u kojima su zaključile transakcije. Kada se formira lista akcija koje ispunjavaju ovaj uslov, formira se rang lista po neponderisanoj *free float* tržišnoj kapitalizaciji. Prvih 15 akcija koje se nadju na takvoj listi ulaze u indeksnu korpu. Zanimljivo je da je na bazni dan „pravilo 80“ ispunilo samo 14 akcija, tako da je u prvoj indeksnoj korpi ostalo jedno popunjeno mesto.

Tabela 1. *Belex15 indeksna korpa na dan 29.06.2012. godine*

Izdavalac	Simbol	Količina	FFc	Procenat
AIK banka a.d. , Niš	AIKB	8.861.501	79,66%	20,00%
NIS a.d., Novi Sad	NIIS	163.060.400	13,97%	20,00%
Komercijalna banka a.d. , Beograd	KMBN	8.709.310	32,40%	10,79%
Imlek a.d. , Beograd	IMLK	8.741.010	18,32%	9,91%
Soja protein a.d. , Bečej	SJPT	14.895.524	36,97%	7,81%
Energoprojekt holding a.d. , Beograd	ENHL	9.467.810	60,95%	6,66%
Aerodrom Nikola Tesla a.d. , Beograd	AERO	34.289.350	16,94%	5,78%
Jubmes banka a.d. , Beograd	JMBN	273.661	68,37%	5,53%
Metalac a.d. , Gornji Milanovac	MTLC	1.020.000	87,41%	3,84%
Galenika Fitofarmacija a.d. , Zemun	FITO	1.320.000	49,97%	3,83%
Jedinstvo Sevojno a.d. , Sevojno	JESV	304.719	70,63%	2,53%
Alfa plam a.d. , Vranje	ALFA	174.812	50,68%	1,55%
Tigar a.d. , Pirot	TIGR	1.718.460	66,28%	0,95%
Veterinarski zavod Subotica a.d. , Subotica	VZAS	2.260.196	40,82%	0,81%

Izvor:

<http://www.belex.rs/trgovanje/indeksi/belex15/korpa>

Indeksa korpa može imati najmanje 7, a najviše 15 komponenti u sastavu i njihov broj ne sme da se menja u periodu između revizije. Kao što je rečeno, osnovni uslov je ispunjenje „pravila 80“ i po tom osnovu se korpa popunjava sve do broja od 15 elemenata. Kada je korpa popunjena, akcije koje ispunjavaju „pravilo 80“ mogu da udju u indeks samo ukoliko se na rang listi *free float* tržišne kapitalizacije nadju iznad 13 mesta.

Akcije izdavaoca isključuju se iz indeksne korpe u sledećim slučajevima:

- ukoliko izdavalac podnese zahtev za isključenje akcija sa slobodnog berzanskog tržišta;
- ukoliko je pokrenut stečaj ili likvidacija nad izdavaocem;
- ukoliko je akcija koja ispunjava „pravilo 80“ na rang listi ispod 18 mesta (tada njeno mesto zauzima najbolje rangirana hartija koja nije u indeksnoj korpi).

Revizija indeksne korpe se vrši kvartalno. Dan revizije je treći petak u mesecu koji prethodi datumu implementacije revizije – revizija se vrši po isteku berzanskog sastanka 31. marta, 30. juna, 30. septembra i 31. decembra. Revizija uključuje

aktivnosti vezane za uskladjivanje izračunavanja indeksa novonastalim promenama. potrebno je utvrđivanje novog *free float* faktora u skladu sa promenama u strukturi vlasništva izdavaoca čije su akcije u sastavu korpe. Takodje je potrebno identifikovati promene manje od 5% i uskladiti vrednost broja akcija izdavaoca sa realnim stanjem. Pristupa se i prilagođavanju delioca kako bi se sačuvao kontinuitet indeksa u određivanju nove rang liste preduzeća kandidata za indeksnu korpu i ostalim radnjama vezanim za izračunavanje indeksa. Ukoliko je potrebno, vrše se i vanredne revizije indeksne korpe, po istoj proceduri kao i za redovne.

Jedan od najbitnijih elemenata BELEX15 indeksa predstavlja faktor akcija slobodnih za trgovanje (*free float faktor*). U periodu između dve revizije može doći do značajnije promene u strukturi vlasništva izdavaoca, pa se vanredna revizija vrši ukoliko je promena veća od 10%. Takodje i druga dešavanja koja značajnije mogu uticati na promenu vrednosti indeksa, povlače za sobom reviziju radi neutralisanja tih efekata.

2.6. MAKROEKONOMSKA FUNKCIJA BERZE

Analizirajući razvoj svih vrsti berzi (robnih i uslužnih, novčanih, deviznih i berzi dugovočnih vrednosnih papira), dolazi se do zaključka da su najveći napredak u razvoju doživele berze dugoročnih hartija od vrednosti. Berze efekata u institucionalnom i organizacionom smislu reči, predstavlja tako organizovani prostor sa strogim pravilima ponašanja svih učesnika i sa drugim opštim elementima i karakteristikama tržišne privrede.¹⁷

Funkcionisanje berzi ima nekoliko vrlo važnih efekata i to:

- berze obezbeđuju kontinuirano tj. likvidnost za kotiranje hartija od vrednosti. Mogućnost da jeftino i brzo prodaju kotirane hartije od vrednosti, investitorima omogućuje da slobodna sredstva drže u relativno prinosnim plasmanima ne ugrožavajući svoju likvidnost. To utiče na podizanje opšte uposlenosti sredstava u privredi, a time i efikasnosti njihovog korišćenja.
- efekat koji proističe iz prethodnog, ogleda se u tome da, berze snižavaju cenu pribavljanja kapitala za preduzeća. Mogućnost da se hartije od vrednosti prodaju relativno brzo i jeftino posredstvom berzi, uverava investitore da lako mogu da dodju do svojih sredstava u želji da obezbede svoju likvidnost. Ta okolnost čini da investitori prihvataju i niže stope prinosa na svoje investicije. To obara cenu pribavljanja sredstava za preduzeća odnosno kompanije i omogućava realizaciju manje profitabilnih

¹⁷ Vignjević-Djordjević N., *Berzansko poslovanje za menadžere*, Europress, Beograd, 2008.

investicionih projekata, pa samim tim, i podiže privrednu aktivnost u zemlji.

- na berzama se kontinuiranim transakcijama stalno ispituje vrednost hartija od vrednosti, a time i njihovih emitenata. Krajem svakog radnog dana množenjem vrednosti običnih deonica sa njihovim brojem dolazi se do vrednosti kotiranih preduzeća. Na taj način, emitenti čije se razvojne mogućnosti povoljno cene od strane investicione javnosti postižu više cene za svoje hartije od vrednosti i time podižu sopstvenu vrednost, što za njih olakšava i pojeftinjuje dodatno prikupljanje sredstava.
- berze omogućuju relativno veću stabilnost cena hartija od vrednosti. Kontinuirano tržište na berzama omogućuje frekventne, ali male promene cena na berzama se prometom akcija vrši i promet vlasničkih i upravljačkih prava nad kompanijama. Investitori nezadovoljni performansama emitenta akcija koje poseduju ispoljavaju spremnost da se takve hartije oslobode. Veliki broj takvih ocena utiče na rast ponude, a time i pad cena tih akcija. Niža cena akcije omogućava njihovu lakšu i jeftiniju kupovinu u većem broju, te je i opasnost od pribavljanja kontrolnog paketa, od strane spoljnjeg investitora veća. Ta opasnost od tzv. preuzimanja korporacija jedan je od motivacionih faktora za menadžment s obzirom da preuzimanjem, po pravilu, ostaju bez posla. Efikasan način odbrane od preuzimanja je podizanje poverenja investitora kroz efikasnije poslovanje i dobre poslovne perspektive.¹⁸

Takodje se omogućava pojenostavljenje kupovine i prodaje hartija od vrednosti omogućujući i seljenje kapitala u prosperitetnije grane preduzeća. To obezbedjuje mobilnost i efikasniju alokaciju kapitala u privredi.

Kao što berza na pozitivan način može da utiče na usavršavanje okruženja, isto tako, negativne pojave, kad se jednom steknu na berzi, šire se u koncentričnim talasima na celu ekonomiju, u okviru koje berza posluje.

Na berzama su kupci i prodavci anonimni jer trgovanje u njihovo ime i za njihov račun, sprovode zastupnici. Time se kupci i prodavci rukovode samo motivima profitabilnosti i efikasnosti te se slobodno može reći, da anonimnost transaktora na berzi dodatno podstiče efikasnost kapitala u privredi.¹⁹

¹⁸ Vignjević-Djordjević N., *Berzansko poslovanje za menadžere*, Europress, Beograd, 2008.

¹⁹ Isto.

2.7. CENTRALNI REGISTAR HARTIJA OD VREDNOSTI

Centralni registar, depo i kliring hartija od vrednosti (CR HoV) je započeo sa poslovanjem 19. novembra 2001. godine u vreme emitovanja obveznica SR Jugoslavije izdatih za izmirenje obaveza po osnovu devizne štednje građana.

CR HoV se nalazi u Beogradu i u početku je predstavljao organizacioni deo Narodne banke Srbije pod čijom se ingerencijom nalazio. Razvoj finansijskog tržišta je nalagao promene u samoj organizacionoj strukturi CR HoV-a. Zakon o tržištu hartija od vrednosti (čija primena je počela oktobra 2003.) definisao je CR HoV kao nezavisnu instituciju i akcionarsko društvo u kojem treba najmanje 51% akcija da bude u vlasništvu države. U skladu sa navedenim Zakonom, Centralni registar HoV je osnovan kao samostalna institucija i akcionarsko društvo koje je u potpunoj svojini države.

CR HoV predstavlja instituciju koja treba da unapredi razvoj finansijskog tržišta u Srbiji. Njegovo poslovanje obuhvata registraciju različitih vrsta hartija od vrednosti, u koje spadaju: obveznice, akcije, blagajnički zapisi, trezorski zapisi, komercijalni zapisi itd.

Neke od funkcija CR HoV-a su: otvaranje računa hartija od vrednosti i novčanih računa za fizička i pravna lica, prenošenje hartija od vrednosti sa računa prethodnog na račun novog vlasnika, registrovanje prava trećih lica na hartijama od vrednosti kao što je npr. pravo zaloge itd., kao i obavljanje poslova kliringa i saldiranja kako hartija od vrednosti tako i novčanih sredstava.

14. Januara 2003. godine, započeo je proces transformacije CR HoV-a. CR HoV je usvojio novu platformu rada u vidu Projekta Beokliring, koji podrazumeva kliring i saldiranje novčanih transakcija pored kliringa i saldiranja hartija od vrednosti i to na osnovu principa DvP (*Delivery versus Payment*).

Sistem saldiranja je dizajniran u skladu sa Preporukama IOSCO – Medjunarodne organizacije Komisija za hartije od vrednosti (*Recommendations for Securities Settlement systems – Committee on Payment and Settlement Systems – CPSS; Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions - IOSCO.*)

CR HoV je član medjunarodne organizacije ANNA (*Association of National Numbering Agencies*) s obzirom da dodeljuje CFI kod i ISIN broj u skladu sa ISO standardima i da predstavlja Numeričku Agenciju za teritoriju Srbije. CR HoV je takodje član medjunarodnih organizacija ECSDA (*European CSD Association*), ISSA (*International Securities Services Association*) i EACH (*European Association of Central Counterparty Clearing Houses*).

Članovi CR HoV-a mogu biti: Republika Srbija, Narodna banka Srbije, brokersko-dilerska društva, banke, berza, društva za upravljanje fondovima i inostrana pravna lica koja obavljaju poslove kliringa i saldiranja hartija od vrednosti. Danas, CR HoV ima preko 100 svojih članova, banaka i brokersko-dilerskih društva. Ovi članovi mogu otvarati podračune za svoje klijente koji mogu biti fizička i pravna lica.

Republika Srbija i Narodna banka Srbije su takodje članovi CR HoV.

Pomenuti Zakon o tržištu hartija od vrednosti je ustanovio dematerijalizaciju hartija od vrednosti što predpostavlja elektronski upis hartija na računima njihovih vlasnika. U obavljanju svojih funkcija CR HoV upotrebljava elektronsku razmenu podataka sa svojim članovima kao i drugim učesnicima u procesu trgovanja u zemlji. Imajući u vidu da CR HoV posluje po međunarodnim standardima, može se reći da ispunjava uslove u pogledu podobnosti koji se traže od jedne klirinške kuće u razvijenim zemljama i da je u stalnom procesu unapredjivanja svog poslovanja.

III – KOTACIJA I LISTING

Organizovano tržište hartija od vrednosti po pravilu je u funkciji dva opšta uslova, i to:

1. zakonito izdavanje (postupak javne ponude i objave prospekta) i
2. slobodna prenosivost²⁰.

Najviši stepen ovog tržišta – berzansko tržište, po pravilu, pretpostavlja i neke posebne uslove – kotirane hartije od vrednosti. Posebni berzanski pravni uslovi za kotaciju hartija od vrednosti imaju za cilj da obezbede njihov kvalitet, kako bi se zaštili investitori u te hartije. Ako ima više berzanskih tržišta onda su ovi uslovi najstroži kada se radi o glavnom berzanskom tržištu, a najblaži ako se radi o tzv. trećem tržištu. O cilju usaglašavanja uslova za berzanske kotacije na nivou Evropske unije donete su četiri Direktive koje se odnose na ovu materiju, tako da su uslovi za kotiranje hartija od vrednosti na berzama država članica EU maksimalno harmonizovani. Kad je reč o uslovima za kotiranje hartija od vrednosti na berzu države članice mogu nacionalnim propisima predvideti samo strožije uslove, a nikako blaže.

Predlog zakona o tržištu hartija od vrednosti ostavlja berzanskom pravilniku o listingu i kotaciji utvrđivanje uslova za prijem na listing, bez ikakvog bližeg preciziranja, dok, kada je reč o slobodnom berzanskom tržištu zakonska formula je da se na ova tržišta mogu primiti hartije od vrednosti koje ne ispunjavaju uslove za listing i kotaciju hartija od vrednosti na berzi, a koje su u celini uplaćene i koje mogu biti predmet javne ponude na organizovanom tržištu.

Prema odgovarajućim direktivama EU razlikuju se berzanski uslovi za kotaciju hartija od vrednosti, koje se odnose na emitenta i berzanski uslovi koji se odnose na same hartije od vrednosti. Uslovi koji se tiču emitenta su:

- zakonski status,
- minimalni kapital (od ovog uslova se može odstupiti ako berza oceni da će te hartije imati dovoljno tržište);
- objava godišnjeg računa tri godine pre podnošenja zahteva za kotiranje (i od ovog zahteva se može odstupiti ako berza oceni da je to u interesu kompanije ili investitora i kada se oceni da investitori imaju dovoljno informacija o toj kompaniji da bi doneli investicionu odluku)²¹.

²⁰ Vignjević-Djordjević N., *Berzansko poslovanje za menadžere*, Europress, Beograd, 2008.

²¹ Isto.

Kotacija akcija na berzi znači da je određena kompanija dobila odobrenje da svoje akcije plasira na berzu, kao kompanija na listingu (*listed company*) što se smatra načinom na koji se omogućava prikupljanje dodatnog kapitala. Svaka berza objavljuje listing kompanija, čije se akcije mogu kotirati na istoj berzi, što znači kada kompanija ispuni određene uslove za pristup na listing (u pogledu visine kapitala i objavljivanja finansijskih izveštaja) stiče pravo da se njene akcije kotiraju na glavnom tržištu, u okviru berze.

Listing je, znači, postupak registrovanja hartija od vrednosti kompanije na berzi. Dolazak na listing je isključivo odluka emitenta efekata i isti omogućava da potencijalni investitori kupuju navedene efekte prema pravilima trgovanja, propisanih na berzi.²²

Postoje vidne prednosti listinga akcija i drugih efekata za emitente, što se, pre svega odnosi na jednostavniju prodaju novih emisija efekata kao i bolji kreditni rejting emitenta, čime se olakšava njegov pristup berzanskom tržištu.

Prepuštanje autonomnom berzanskom pravu obezbedjenje uslova za kotiranje hartija od vrednosti na berzanskom tržištu, kao i uslova za prijem na slobodno berzansko tržište, bez ikakvih ograničenja nosi u sebi višestruke rizike za akcionare i investitore u druge hartije od vrednosti. Čini se da kod nas postoji izvesni animozitet u pogledu određenih ograničenja u prometu hartija od vrednosti i njihove kompatibilnosti sa kotiranjem na berzanskom tržištu, pa i slobodnom berzanskom tržištu. Ako se takav animozitet i može u izvesnoj meri razumeti, kada je reč o berzanskom tržištu onda on nije razumljiv i nije ni prihvatljiv kada se radi o slobodnom berzanskom tržištu i eventualno drugim organizovanim tržištima.²³

Tržište hartija od vrednosti, pa i upravljanje akcionarskim društvima, imaju izuzetnu ostljivost na pravne praznine i zahtevaju potpunu regulaciju, saradnju države i autonomne regulative, kako se ne bi ostavilo mnogo prostora za tzv. tumačenje prava, kao subjektivnu kategoriju neprimerenu potrebama stabilnosti ovog tržišta i ovih društava kao „svojevrsnih mašina za pravljenje novca“ i koncentraciju kapitala nesvojstvenu bilo kojoj drugoj formi privrednih društava. Regulativa tržišta hartija od vrednosti je kao i regulativa menica – ne dopušta pravne praznine, ne dopušta tumačenje, traži preciznost, javnost, kompletnost, stabilnost, unificiranost. Ne sebe radi već investitora i radi akcije.

U moru investicionih alternativa izbor ulaganja u hartije od vrednosti dobija prioritet samo u uslovima respektabilne zaštite prava njihovih investitora, posebno investitora u akcije. Sentimentalnost na ovom terenu odavno ne postoji i

²² Vignjević-Djordjević N., *Berzansko poslovanje za menadžere*, Europress, Beograd, 2008.

²³ Isto.

ustupila je mesto racionalnosti. Bez sumnje za uspešnu zaštitu investitora u hartije od vrednosti potrebno je mnogo više od dobrih propisa.

Naše finansijsko tržište ima karakter tržišta u uspostavljanju, iza kojeg treba da dodje do njegovog uigravanja i davanja doprinosa celokupnom ekonomskom razvoju. To je sasvim normalna pozicija za sistem čije je društvo tek odbacilo socijalističke nazore i nastoji da ubrzanim koracima nadoknadi izgubljene epate u razvoju.

3.1. LISTIRANE KOMPANIJE NA BEOGRADSKOJ BERZI U 2009. GODINI²⁴

Počev od aprila 2007. godine, kada su akcije pirotskog Tigra uključene na *Prime market* Beogradske berze, poslednje proširenje berzanskog listinga dogodilo se u decembru 2009. godine, kada su na Standard market uključene akcije Komercijalne banke iz Beograda. Zaključno sa poslednjim danom prethodne godine na *Prime market*-u nalazile su se akcije tri kompanije: Energoprojekt holding a.d. Beograd; Soja protein a.d. Bečej i Tigar a.d. Pirot, uz isti broj akcija na *Standard market*-u i to sledećih kompanija: Alfa plam a.d. Vranje; Komercijalna banka a.d. Beograd i Metalac a.d. Gornji Milanovac. Ukupna tržišna kapitalizacija kompanija na Prime i Standard marketu Berze 31. decembra je iznosila 45,4 milijardi dinara, što čini 5,9% ukupne tržišne kapitalizacije akcija na srpskom tržištu kapitala, a promet listiranim akcijama u 2009. godini iznosio je 3,7 milijardi dinara, odnosno 9,9% ukupnog godišnjeg prometa akcijama. Sve listirane akcije zabeležile su rast cene u prethodnoj godini, uglavnom veći nego što je bio rast berzanskog indeksa BELEX15, a u tekstu koji sledi biće predstavljeni ne samo berzanski, već i neki od poslovnih rezultata listiranih kompanija, koji su sasvim sigurno uticali i na opredeljenje investitora da ovim akcijama ukažu poverenje u prethodnom periodu.

Najtrgovanije od svih listiranih akcija u 2009. godini su bile akcije Soja proteina iz Bečaja (SJPT), kojima je trgovano u iznosu od 1,4 milijardi dinara, čime su se ove hartije istovremeno pozicionirale na drugo mesto po obimu prometa u prethodnoj godini. Na godišnjem nivou, akcije Soja proteina zabeležile su rast od +22,24%, a poslednja cena ovih hartija bila je 1.039 dinara po jednoj akciji. Prema navodima iz kompanije, Soja protein je u 2009. godini realizacijom investicija povećao kapacitete za proizvodnju sofisticiranih proizvoda namenjenih industriji i ljudskoj upotrebi i na taj način proširio asortiman. Izvoz sojinih proizvoda je porastao za 30% u odnosu na 2008. godinu, a osvojena su nova tržišta Bliskog i Srednjeg Istoka, Turske, Severne Afrike uz povećanje prodaje u zemljama članicama EU. U 2010. godini ostvarena su ulaganja u proširenje kapaciteta za

²⁴ Ovde se akcenat stavlja na 2009. godinu jer je to godina u kada se svetska kriza najjače osetila u Srbiji.

proizvodnju punomasnih brašana i linije za pakovanje u vrednosti od 750.000€, kao i aktiviranje projekta izgradnje fabrike sojinih izolata i koncentrata. Za 2010. godinu u ovoj kompaniji bio je planiran rast izvoza od 22%. Sredinom septembra 2009. godine akcije Soja proteina dobile su i svog market mejkera na tržištu Berze – brokersko dilersko društvo Sinteza Invest Group iz Beograda. Zaključno sa tim, sve hartije koje se nalaze na Prime marketu Berze dobile svog market mejkera. Cilj uvođenja market mejkera je unapređenje likvidnosti, redukcija rizika nekontrolisane fluktuacije cene, kao i povećanje uspešnosti otkrivanja cene kod manje likvidnih hartija, što je pokazano i u praksi, na domaćem tržištu kapitala.

„Najnoviji“ član *Standard market-a* – Komercijalna banka iz Beograda (KMBN) u prethodnoj godini zabeležila je rast cene od +10,58% i obim prometa od 763,2 miliona dinara, što je peti po veličini obim trgovanja pojedinačnih akcija u 2009. Komercijalna banka je već 39 godina pozicionirana u samom vrhu bankarskog sektora u Republici Srbiji, kao i regiona, preko svojih subsidijara, Komercijalne banke AD Budva i Komercijalne banke AD Banja Luka i poslovne jedinice u Frankfurtu. Kako se navodi u izveštaju ove banke, prema osnovnim pokazateljima poslovanja, Banka je danas jedan od lidera na srpskom finansijskom tržištu. Preko razgranate mreže poslovnica (25 filijala i 270 ekspozitura u Srbiji), Komercijalna banka pruža kompletne bankarske usluge i nudi proizvode za preko 700.000 klijenata u zemlji i inostranstvu. Za predstavnike Komercijalne banke, poverenje klijenata se najbolje vidi kroz visinu prikupljene devizne štednje stanovništva, gde je Banka već tradicionalno na leaderskoj poziciji. Misija Komercijalne banke je da ostane vodeća banka na domaćem tržištu, kroz kontinuirano pružanje kvalitetnih usluga i privrednim klijentima i stanovništvu.

Posmatrano kroz kretanje cena akcija, najprijetnije vesti svojim vlasnicima, za 2009. godinu donele su akcije preduzeća Alfa plam iz Vranja (ALFA), čija je poslednja cena od 8.489 dinara za 64,58% viša u odnosu na vrednost sa početka iste godine. U 2009. godini u ovom preduzeću, koje se nalazi na *Standard market-u* Berze, u rad su puštene savremene proizvodne linije, a u kompaniji navode da njihov poseban kvalitet predstavlja i činjenica da se dividende redovno isplaćuju akcionarima i da nemaju kreditna opterećenja, već se sve investicije izvode iz sopstvenih sredstava. Osnovna delatnost preduzeća Alfa-Plam, kao što je u uvodnom delu rada rečeno, je metaloprerađivačkog karaktera, pre svega proizvodnja robe za široku potrošnju, izrada metalne ambalaže, alata i dr, svoje proizvode kompanija plasira na nekoliko tržišta Evrope, dominantno na tržišta republika bivše Jugoslavije (BiH, Hrvatska, Slovenija, Makedonija), zatim u Bugarsku, Albaniju, Italiju, Rusiju, Madjarsku, uz sve intenzivniju saradnju i plasman na vodeća zapadnoevropska tržišta, pre svega Nemačke, Italije i Austrije.

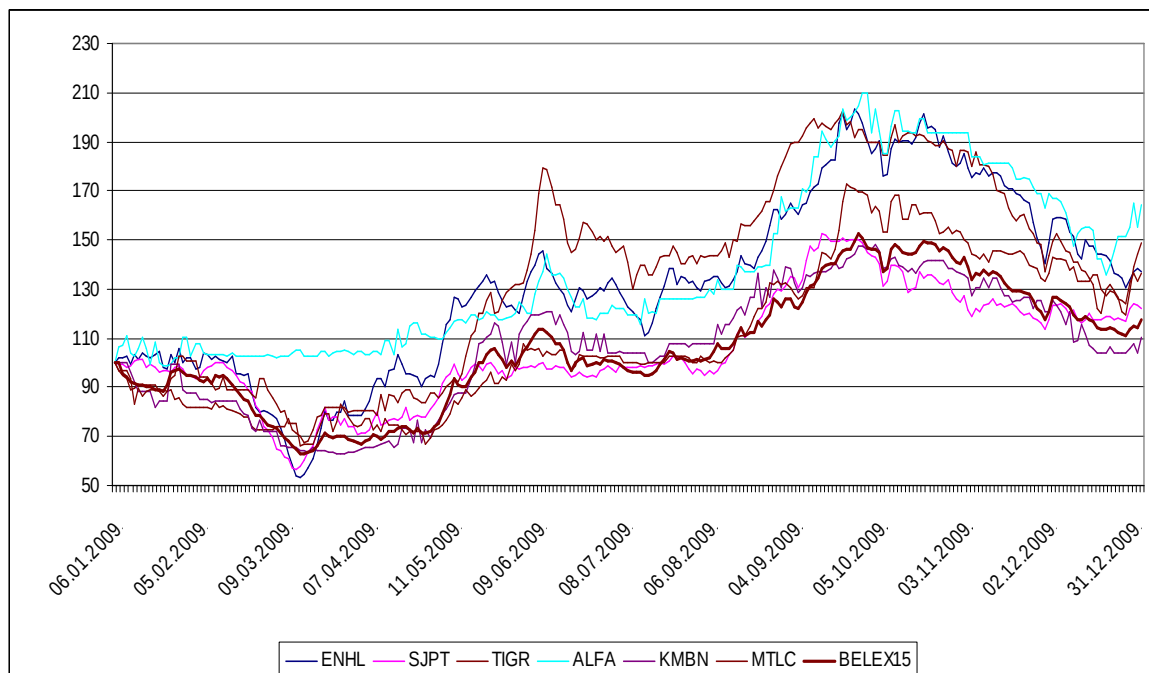
Druga po veličini godišnja pozitivna promena cene zabeležena je za akcije pirotskog Tigra (TIGR), u iznosu od +48,9%. Najviša cena Tigrovih akcija u toku 2009. godine zabeležena je na nivou od 1.058 dinara u septembru, a najniža u martu, kada je jedna akcija ove kompanije na *Prime market-u* vredela 340 dinara.

Za 2010. godinu u Tigru su predviđaju rast izvoza na nivo od 20 miliona EUR, kao i kupovinu nepokretne imovine društvenog preduzeća „Dragoš“, bivše fabrike vune i kože koja je u stečaju i time će postojeći industrijski kompleks „Tigra“ biti veći za 6,8 hektara, koji može efikasno da se koristi u industrijske i logističke svrhe.

Rast cene od 37,36% na godišnjem nivou zabeležile su akcije Energoprojekt holdinga iz Beograda (ENHL), koji se nalazi na *Prime market*-u Berze i koja u svom sastavu ima osam većih i nekoliko desetina manjih kompanija u zemlji i inostranstvu, angažovanih na projektovanju, konsaltingu, inženjeringu i izvođenju u oblasti infrastrukture, energetike, vodoprivrede i izgradnje. Energoprojekt je aktivan u preko 20 zemalja sveta i svrstavan je u listu 200 najuspešnijih svetskih firmi (*Engineering News Record*). Sa skoro 60 godina iskustva i preko 700 inženjera predstavnici Energoprojekta kažu da je to danas jedina kompanija iz jugoistočne Evrope sposobna da preuzme velike i kompleksne projekte bilo gde u svetu. Širok spektar ekspertize omogućio je Energoprojektu da bez pada prihoda prebrodi ekonomsku krizu u 2009. i da, prema najavama iz kompanije, sa preko 350 EUR miliona ugovorenih poslova obezbedi siguran i stabilan rast u 2010. godini. Od jula 2008. godine brokersko-dilersko društvo Synergy Capital iz Beograda obavlja poslove market mejkera za akcije Energoprojekta na tržištu Berze.

U svetlu socijalne odgovornosti preduzeća, kojoj se sve više posvećuje pažnja od strane profesionalnih investitora, posebno raduje vest da je kompanija čije su akcije na *Standard market* uključene u maju protekle godine – Metalac iz Gornjeg Milanovca (MTLC), krajem godine osvojila Zlatnu plaketu za korporativnu i društvenu odgovornost u 2009. godini u izboru žirija Kluba privrednih novinara Srbije. Pored poslovnih rezultata, koji u 2009. godini uključuju dobit od preko 3,5 miliona EUR i otvaranje još jedne fabrike, u Metalcu posebno naglašavaju i ovaj aspekt poslovanja i njihov odnos prema zaposlenima, kapitalu, životnoj sredini, lokalnoj i široj društvenoj zajednici, kao i doslednost u svim projektima koji se odnose na ekološka pitanja, podršku rastu nataliteta i podršku razvoju sporta. U 2009. godini cena akcija ovog preduzeća porasla je za 36,44%, što je za preko 17% više od godišnjeg rasta indeksa najlikvidnijih hartija na Beogradskoj berzi – BELEX15. Od juna 2009. godine, Metalac je u ovom trenutku jedina kompanija na *Standard market*-u koja ima svog market mejkera, i to brokersko-dilersko društvo M&V Investments iz Novog Sada.

Grafik 8. Kretanje cena listiranih akcija i vrednosti indeksa BELEX15 u 2009. godini



Poslovni rezultati i stepen poštovanja principa društvene odgovornosti, kao i otvorenost kompanija prema investitorima i javnosti sigurno će i u svim narednim godinama značajno opredeliti berzanski uspeh listiranih hartija od vrednosti, ali i obratno. Takodje, i objavljivanje poslovnih rezultata doneće i nove ocene poslovanja pojedinih preduzeća na tržištu kapitala.

3.2. PREDNOSTI LISTIRANJA

Pogodnosti listiranja akcija na Berzi značajne su i sa aspekta razvoja poslovanja preduzeća. Kada je reč o troškovima, listirane kompanije nalaze se u povoljnijem položaju jer se vrednost preduzeća može izračunati u bilo kom trenutku korišćenjem podataka o tržišnoj kapitalizaciji preduzeća. Time se istovremenom stvaraju uslovi za izbegavanje dodatnih troškova i eventualnih problema u poslovima procene vrednosti kapitala.

Listiranje akcija određene kompanije istovremeno znači i stalnu komunikaciju sa investicionom javnošću, o svim relevantnim informacijama koje mogu uticati na formiranje investicione odluke. Uobičajeno je da listirana preduzeća imaju mnogo povoljniji koeficijent akcijskog kapitala i zaduženosti, što im takodje omogućava povoljniji tretman kada je u pitanju kreditno zaduživanje.²⁵

²⁵ Simić S., *Uticaj listiranja velikih javnih kompanija na nivo likvidnosti tržišta akcija u Republici Srbiji*, Škola biznisa, br. 3/2011.

Obaveza javnog objavljivanja informacija čini poslovanje ovih preduzeća transparentnim. Na taj način preduzeća (kompanije) postaju privlačnija za potencijalne poslovne partnere i investitore. Između ostalog, objavljivanjem podataka o poslovanju privlači pažnju budućih poslovnih partnera i investitora. Samim procesom listiranja kompanija preuzima obavezu i redovnog izveštavanja o poslovanju i dostupnosti podataka najširoj javnosti.

Kao poslednja, ali ne i najmanje bitna prednost listiranja jeste besplatna reklamna kampanja za preduzeća koja se nalaze na listingu. Kao i na drugim berzama, kotiranje na listingu je pitanje prestiža za kompanije, koje su prošle selekciju i našle su se u grupi odabranih. To je i razlog zbog kojeg sredstva informisanja češće i više izveštavaju o listiranim kompanijama, evidentna je veća zainteresovanost brojnih pojedinaca i institucija za uspešno poslovanje kompanije.

Izveštavanje o kompaniji, odnosi sa sredstvima javnog informisanja, uključujući i intervjuje menadžmenta kompanije, su mnogo atraktivniji za medije u slučaju kada hiljade akcionara imaju direktan lični interes za poslovanje odnosno kompanije. Često međunarodni mediji vrše *reprint* ovih članaka o kompanijama, kao i proizvodima i uslugama koje one obezbeđuju, što predstavlja još jedan koristan i besplatan način reklame. Važno je da preduzeće kontinuirano usmerava proces pripremanja za listing, koji je inače dugotrajan, a da potom, obezbedi adekvatnu kadrovsku strukturu zaduženu za trajnu komunikaciju sa potencijalnim investitorima, brokerskim kućama, analitičarima i ostalim relevantnim učesnicima na tržištu kapitala.²⁶

3.3. ZNAČAJ LISTIRANJA AKCIJA VELIKIH JAVNIH KOMPANIJA

Listiranje podrazumeva proceduru kojom kompanija emitent prijavljuje i kvalifikuje akciju za trgovanje na nekoj berzi. Korporacije listiraju svoje akcije iz više razloga. Ukoliko bi se izvršila klasifikacija značaja procesa listiranja, ona bi izgledala ovako:²⁷

- prvo, listiranje pruža mogućnost da se neka hartija od vrednosti na jednostavan način pretvori u novac. Berza obezbeđuje spremno i neprekidno tržište, a time doprinosi da ta hartija od vrednosti bude privlačnija za investitore.
- listiranje pomaže da se smanje troškovi finansiranja korporacije, ako se u budućnosti planira prikupljanje dodatnog kapitala. Ono afirmiše alternativne oblike finansiranja u odnosu na bankarski kredit.

²⁶ Simić S., *Uticaj listiranja velikih javnih kompanija na nivo likvidnosti tržišta akcija u Republici Srbiji*, Škola biznisa, br. 3/2011..

²⁷ Isto

- listiranje nastoji da obezbedi veću likvidnost, kao što teži da podstakne veći tok naloga i bliže kupoprodajne cene (spredove, tj. razlike). Ipak, odluku o samom prijemu akcija kompanija na listing organizovanog tržišta donosi Komisija za listing i kotaciju.

3.3.1. UTICAJ LISTIRANJA JAVNIH KOMPANIJA NA TRGOVANJE AKCIJAMA

Obogaćivanje ponude Beogradske berze novim – kvalitetnim tržišnim materijalom, izvršeno je krajem osmog meseca 2010. godine kada je na *prime market*-u počelo trgovanje akcijama Naftne industrije Srbije. Nekoliko meseci kasnije, konkretnije 7. februara 2011. godine, počelo je i trgovanje akcijama Aerodroma „Nikola Tesla“. Na taj način je ponuda domaćeg tržišta kapitala pojačana za dve kompanije sa višemilionskim brojem akcionara. Listiranje akcija kompanija Naftne industrije Srbije i Aerodroma „Nikola Tesla“, okončalo je apatiju koja je duže vreme vladala među učesnicima na organizovanom tržištu hartija od vrednosti. Posledice listiranja akcija ove dve velike javne kompanije, najbolje se mogu sagledati pomoću zvaničnih podataka Beogradske berze, prikazanih u narednoj tabeli.

Tabela br. 5 – Mesečni promet akcijama po tržišnim segmentima i ukupan broj zaključenih transakcija na Beogradskoj berzi (u 000 dinara)

Period	Prime market	Standard market	Van-berzansko tržišt	Ukupno	Ukupan broj zaključenih transakcija na berzi akcija
Jun '11	521.347,67	66.661,05	2.033.044,73	2.621.053,44	79.658
Maj '11	1.132.852,00	77.643,18	620.151,58	1.830.646,76	211.288
Apr. '11	898.907,37	137.139,99	532.664,97	1.568.712,33	513.997
Mart'11	1.405.495,12	509.368,35	846.848,34	2.761.711,81	856.941
Feb. '11	1.335.857,83	245.353,25	1.512.420,65	3.093.631,73	619.705
Jan. '11	752.581,96	384.296,03	1.308.995,25	2.445.873,23	224.636
Dec. '10	815.593,97	57.207,31	1.351.917,01	2.224.718,29	224.271
Nov. '10	557.708,59	29.715,54	1.128.950,80	1.716.374,93	151.664
Okt. '10	493.242,97	351.052,53	2.185.011,28	3.029.306,79	149.279
Sept.'10	360.089,97	25.090,25	552.546,32	937.726,54	91.950
Avg. '10	181.596,32	19.060,82	541.096,66	741.753,80	37.015
Jul '10	58.769,17	28.728,23	803.800,08	891.297,48	2.873
Jun '10	79.281,70	295.110,03	683.901,07	1.058.292,80	3.635
Maj '10	48.127,86	35.781,64	839.504,82	923.414,32	3.587
Apr. '10	119.422,98	72.168,10	1.162.914,14	1.354.505,22	5.064
Mart'10	70.495,81	26.580,13	1.275.697,86	1.372.773,79	4.386
Feb. '10	74.865,27	25.906,62	1.039.679,69	1.140.451,58	4.049
Jan. '10	54.537,61	34.033,08	452.308,22	540.878,91	3.044

Izvor: Simić S., *Uticao listiranja velikih javnih kompanija na nivo likvidnosti tržišta akcija u Republici Srbiji*, Škola biznisa, br. 3/2011.

Već na prvi pogled vidljivo je značajno povećanje obima prometa, a naročito broja zaključenih transakcija na Beogradskoj berzi. Ovako visok broj transakcija rezultat je, između ostalog, i odluke velikog broja akcionara da unovče ovaj vid svoje imovine. Visok broj transakcija može se objasniti malim lotovima, koji su bili predmet trgovanja. Najveći broj akcionara imao je u svom vlasništvu svega jednu akciju Aerodroma „Nikola Tesla“ i pet akcija NIS-a. Samim tim trgovanje se moglo odvijati isključivo putem većeg broja malih transakcija. Porast u obimu prometa objašnjava se kao posledica velikog interesovanja investitora za svežim i kvalitetnim berzanskim materijalom. Promet akcijama, ostvaren u nekoliko završnih meseci 2010. godine, predstavljao je bezmalo polovinu ukupnog prometa tih finansijskih instrumenata tokom cele godine. Od septembra 2010.

godine, prosečan mesečni promet akcijama se praktično udvostručio. To se može primeniti na osnovu podataka iz naredne tabele.

Tabela 6. *Prosečna vrednost mesečnog prometa pre i nakon prvog listiranja akcija velikih javnih kompanija u Republici Srbiji*

Vremenski period	Prosečan mesečni promet akcijama na berzi
septembar 2010 – jun 2011.	2.222.975,58 din.
januar 2010 – avgust 2010.	1.002.920,99 din.

Izvor: Simić S., *Uticaj listiranja velikih javnih kompanija na nivo likvidnosti tržišta akcija u Republici Srbiji*, Škola biznisa, br. 3/2011.

Ovi podaci nedvosmisleno potvrđuju pozitivno dejstvo listiranja akcija velikih javnih kompanija na likvidnost tržišta. Iako se akcijama velikih javnih kompanija trguje samo na jednom segmentu tržišta akcija (*prime market*), porast obima zabeležen je i na vanberzanskom tržištu. Neophodno je napomenuti da pojedine institucionalne investitore regulativa primorava da u svom portfelju drže hartije od vrednosti sa listinga berze. Samim tim, nastavak postupka listiranja velikih javnih kompanija garantovao bi pozitivne implikacije na najlikvidniji segment tržišta akcija.

Uprkos značajnom povećanju obima prometa utvrđenog komparativnom analizom u odnosu na prethodni period, nivo likvidnosti domicilnog tržišta akcija ostaje na niskom nivou karakterističnom za plitka i nerazvijena tržišta.

IV DEO – PRERADJIVAČKA INDUSTRIJA SRPSKOG FINANSIJSKOG TRŽIŠTA

4.1. SEKTORSKA KLASIFIKACIJA SRPSKOG FINANSIJSKOG TRŽIŠTA

Zbog standardizacije i lakšeg upoređivanja i analize efikasnosti poslovanja Beogradska berza je preuzela klasifikaciju privrede od Privredne komore Srbije i Narodne Banke Srbije. U skladu sa klasifikacijama ovih institucija i uz određena korigovanja koja su proizvod globalnih tendencija, privreda Srbije u okviru Beogradske berze je podeljena na sledeći način:

Tabela br. 1 – *Sektorska klasifikacija privrede po Beogradskoj berzi*

	Sektor	Broj HoV	Kapitalizacija RSD	Kapitalizacija EUR	Promet RSD
C	Preradivačka industrija	317	261.501.554.139	2.321.614.539	219.551.553
B	Rudarstvo	8	119.781.816.187	1.063.424.678	195.253.515
K	Finansijske delatnosti i delatnost osiguranja	39	83.333.947.359	739.839.977	1.955.582.111
G	Trgovina na malo i popravka motornih vozila	128	43.771.089.164	388.600.356	24.812.216
F	Gradjevinarstvo	112	39.775.103.354	353.123.937	13.832.407
H	Saobraćaj i skladištenje	41	29.182.351.227	259.081.332	18.852.225
A	Poljoprivreda, šumarstvo i ribarstvo	81	22.636.047.427	200.963.153	8.493.437
I	Usluge smeštaja i ishrane	49	7.907.524.896	70.203.119	6.199.355
M	Stručne, naučne inovacije i tehničke delatnosti	49	5.648.190.786	50.144.719	19.258.805
J	Informisanje i komunikacije	10	2.683.223.432	23.821.696	3.400
L	Poslovanje nekretninama	18	1.569.649.331	13.935.369	503.780

N	Administrativne i pomoćne uslužne delatnosti	14	1.326.050.162	11.772.692	8.488.550
	Obrazovanje	6	441.885.071	3.923.062	596.124
P	Snabdevanje vodom i upravljanje otpadnim vodama	5	238.429.424	2.116.780	1.400
	Ostale uslužne delatnosti	9	199.823.298	1.774.034	-
S	Umetnost, zabava i rekreacija	1	102.219.000	907.502	187.200
	Zdravstvena i socijalna zaštita	1	3.792.040	33.666	-

Izvor: www.belex.rs

Sektori u prethodnoj tabeli nisu poredjani abecednim redosledom kako se najčešće sreću u domaćim literaturama, već po principu vrednosti kapitalizacije kako su predstavljani i na samoj internet prezentaciji Beogradske berze.

Predmet ovog rada je samo preradivačka industrija odnosno izabrane kompanije iz ovog sektora (sektora C) Beogradske berze. Za primer je uzet sektor C jer se radi o najvrednijem sektoru domaćeg finansijskog tržišta i sektoru u okviru koga se nalazi najveći broj kotiranih hartija od vrednosti. U daljem delu rada biće predstavljene neke od kompanija koje zavredjuju posebnu pažnju. Reč je o kompanijama čija delatnost spada u kategorije: proizvodnja metalnih proizvoda osim mašina i kompanijama iz prehrambene industrije.

4.2. ANALIZA IZABRANIH KOMPANIJA IZ „C“ SEKTORA

Pregledom i analizom kompanija koja su svrstane u sektor „Preradivačka industrija“ za potrebe ovog rada uzete su sledeće kompanije: Alfa plam a.d. Vranje i Milan Blagojević Smederevo kao predstavnici metalne (metalske industrije) i Imlek Beograd i Mlekara Subotica kao predstavnici prehrambene industrije. Prve dve kompanije, prema Statističkom zavodu Srbije spadaju u kompanije koje se nalaze u podsektor „Proizvodnja metalnih proizvoda, osim mašina“ i osnovan delatnost ime je proizvodnja električnih i neelektričnih aparata za domaćinstva, dok su osnovne delatnosti Imleka i Mlekare Subotica prerada mleka i proizvodnja sireva. S razlogom su uzete ove kompanije jer se njihovim

primerima može na adekvatan način predstaviti poslovanje odnosno kretanje cena akcija na finansijskom tržištu.

4.2.1 „ALFA PLAM“ A.D. VRANJE NA BEOGRADSKOJ BERZI

Osnovna delatnost „Alfa Plam“ je metalopreradivačkog karaktera, pre svega proizvodnja robe za široku potrošnju, izrada metalne ambalaže, alata i dr. A.D. „Alfa Plam“ spada u red najvećih proizvođača grejnih aparata u zemlji i jedan je od najvećih izvoznika ovih proizvoda u zemlji, s obzirom da najveći deo svojih proizvoda plasira na inostrana tržišta.

Godišnja produkcija proizvoda na čvrsta, tečna i gasovita goriva i štednjaka na struju, struju-gas iznosi preko 160.000 jedinica. Asortiman proizvodnje permanentno se proširuje u skladu praćenja potreba tržišta, a u cilju povećanja kvaliteta izrade proizvoda uvode se nove tehnologije koje garantuju kvalitet potvrđen ISO standardom. Sveukupne aktivnosti usmerene su u cilju povećanja proizvodnje, kvaliteta i osvajanju novih proizvoda koji zadovoljavaju sve više izbirljivo tržište. Svoje proizvode Alfa plasira na nekoliko tržišta Evrope. Pre svega tu su sve bivše republike bivše Jugoslavije (BiH, Hrvatska, Slovenija, Makedonija), Bugarska, Albanija, Italija, Rusija, Madjarska, a sve veće interesovanje za našim proizvodima pokazuju zemlje zapadne Evrope. Trenutno je u Alfi zaposleno oko 900 radnika čiji se broj nikada u istoriji postojanja fabrike nije smanjivao već je samo rastao kako je fabrika i proizvodnja proširivana. Tradicija duga 56 godine garantuje vrhunski kvalitet.

4.2.1.1. STRUKTURA VLASNIŠTVA A.D. „ALFA – PLAM“

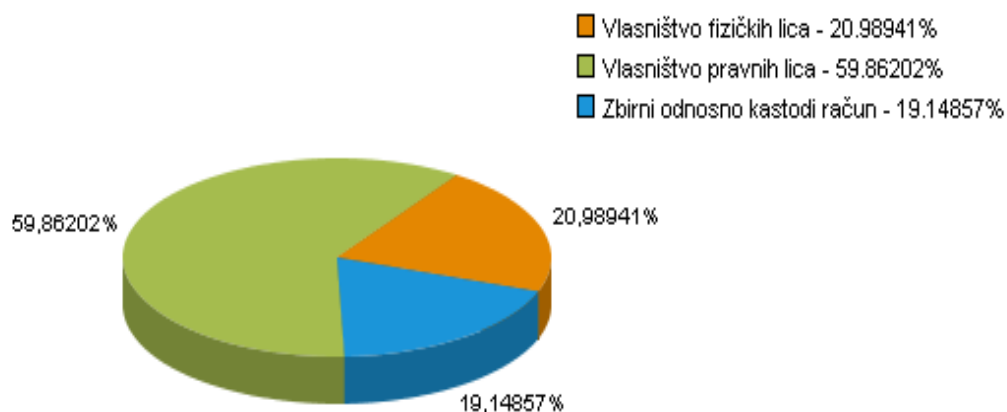
Najjednostavniji pregled strukture vlasništva kompanije a.d. „Alfa – plam“ može se prikazati sledećim tabelarnim pregledom:

Tabela 2. Vlasnička struktura a.d. Alfa – plam

Tip lica	Broj akcija	% od ukupne emisije
Akcije u vlasništvu fizičkih lica	36.692	20,98941
Akcije u vlasništvu pravnih lica	104.646	59.86202
Društveni kapital	0	0,00000
Zbirni (kastodi) račun	33.474	19,14857
Konzorcijum	0	0,00000
Ukupno	174.812	100

Izvor: <http://www.crhov.rs/?Opcija=1&odabraniemitentjmb=3C50D7CA4B87ECEA&isin=5E34A7B53AFF9BEAD309FFC3>

Grafik br. 1 –Prikaz vlasničke strukture a.d. Alfa – plam



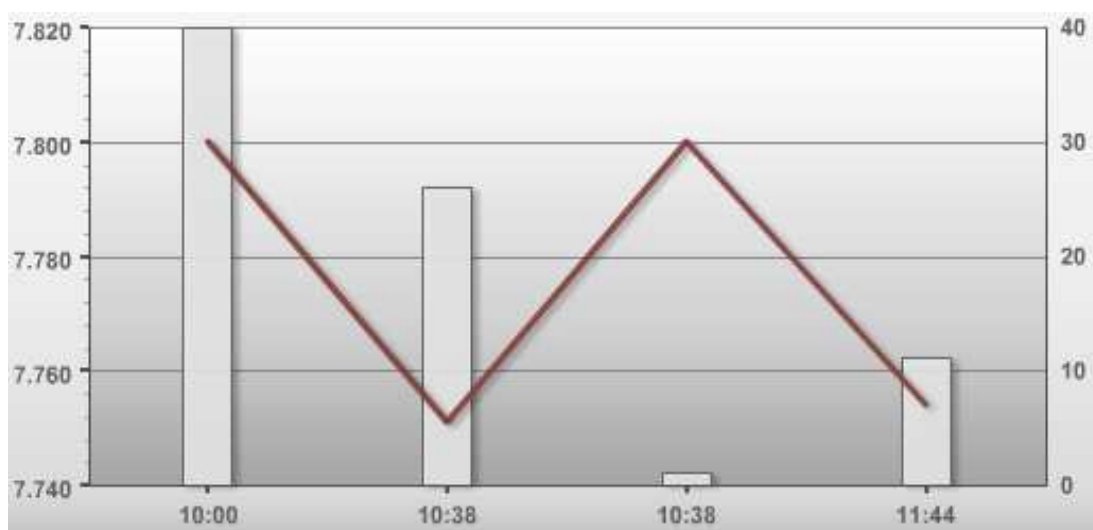
Izvor:

<http://www.crhov.rs/?Opcija=1&odabraniemitentjmb=0B24F8E4E81CCD97&isn=6940889B9964BA97EFD722EA>

4.2.1.2. ISTORIJSKI PREGLED TRGOVANJA AKCIJAMA „ALFA PLAM“

Kao primer dnevnog poslovanja uzeti su podaci sa trgovačkog dana 02.07.2010. godine, jer se u poslednjih nekoliko dana nije trgovalo akcijama ove kompanije.²⁸

Grafik br. 2 –Prikaz dnevnog poslovanja Alfa plam



Izvor: <http://www.belex.rs/trgovanje/hartija/dnevni/ALFA>

²⁸ Dnevni podaci za konkretan datum korišćeni su u i prethodnim istraživačkim radovima.

Tabela 3. *Prikaz dnevnih podataka za dan 02.07.2010.*

Cena	7.753
Promena	-0,60% -47 RSD
Obim	78
Promet	606.620
Cena otvaranja	7.800
Najviša dnevna cena	7.800
Najniža dnevna cena	7.751
VWAP	7.777

Izvor:

<http://www.belex.rs/trgovanje/hartija/dnevni/ALFA>

Iz izveštaja za dan 02.07. 2010. godine vidi se da je akcija na otvaranju berze imala vrednost 7.800 dinara. Najviša dnevna cena koju je akcija dostigla u toku poslovnog dana 02.07. bila je 7.800 dinara, dok je najniža dnevna cena bila 7.751 dinar. Promena u odnosu na prethodni dan je bila negativna u iznosu od 0,60%, što je izraženo u dinarskoj vrednosti 47 dinara. U toku 02.07. obim trgovanja je bio 78 akcija što vrednosno izraženo iznosi 606.620 dinara. Prosečna vrednost ukupnim trgovanim akcijama na naznačeni dan iznosi 7.777 dinara.

Tabela 4. *Prikaz najviše i najniže cene akcije*

Najviša cena	Najniža cena
41.900	4.417
16.02.2007.	16.09.2002.

Izvor:

<http://www.belex.rs/trgovanje/hartija/dnevni/ALFA>

Prethodna tabela pokazuje navišu i najnižu cenu koju su hartije od vrednosti kompanije ALFA Plam ostvarile od izlaska na berzu do današnjeg dana. Primetan je drastičan rast cene akcije. U tom periodu srpska privreda beležila je rast što se i odrazilo, ne samo na posmatranu kompaniju već i na većinu kompanija koje su svoje hartije od vrednosti listirale na Beogradskoj berzi.

Grafik 3. Prikaz trgovanja u periodu izlaska svetske privrede iz krize²⁹

Izvor: :

<http://www.belex.rs/trgovanje/hartija/dnevni/ALFA>

Iz prethodnog grafika (grafika 2.) jasno se vidi postepeni izlazak finansijskog tržišta Srbije iz krize koja je zahvatila svet, a samim tim i Srbiju i kompletno finansijsko i tržište uopšte. U ovom periodu najviša cena akcije bila je na dan 28.09.2009. kada je vrednost iznosila 10.838. dinara. Najniža cena akcije u istom periodu, bila je na dan 10.07.2009. i iznosila je 5.977 dinara. U toku 10. jula 2009. u odredjenom momentu cena akcije je pala na 5.901 dinar, ali je bila kratkotrajna promena.

Grafik 4. Prikaz trgovanja akcijama Alfe u poslednjih 30 dana.

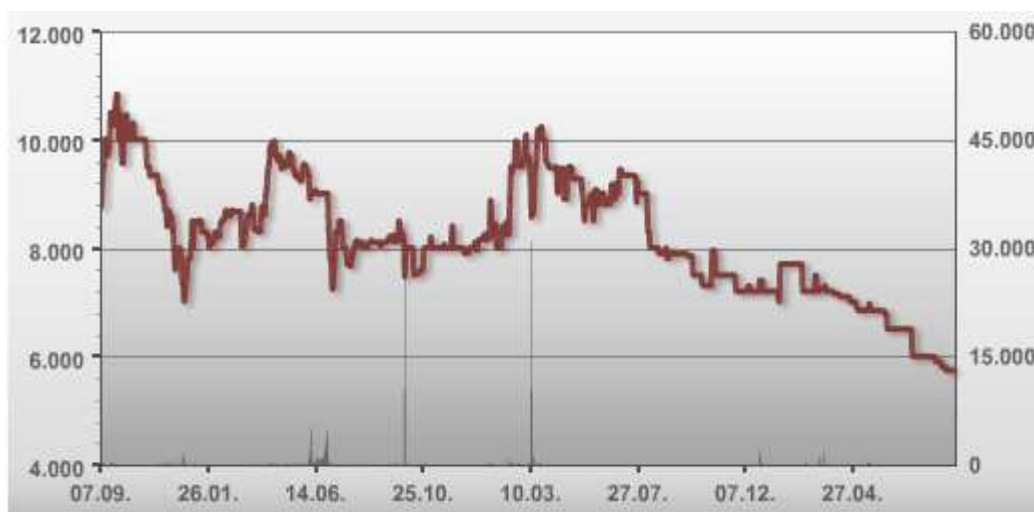


Izvor: <http://www.belex.rs/trgovanje/hartija/dnevni/ALFA>

²⁹ Na ovom grafikonu obuhvaćen je period od sredine 2009. godine do sredine 2010. godine. Iako su ove dve godine bile veoma destabilizujuće po Srbiju, svetska privreda je tada osetila prve pomake na bolje u svom razvoju.

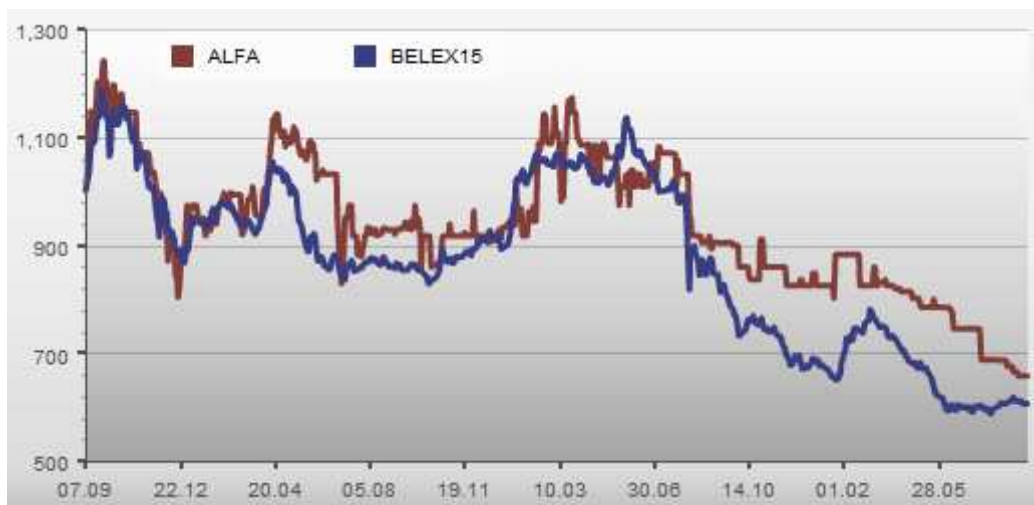
Na grafikonu broj 4 prikazan je kretanje cene akcije u periodu od 06.08. do 04.09. 2012. godine. Na osnovu grafikona vidljiv je pad cene akcije od 256 dinara. Naime, na otvaranju trgovačkog dana 06. avgusta cena akcije iznosila je 5.993 dinara, a 04. septembra cena je pala na 5.737 dinara po akciji. Na osnovu grafikona uočljivo je da se nije mnogo trgovalo u ovom periodu. Uglavnom su pojedinačni mali akcionari prodavali svoje učešće većinskom vlasniku.

Grafik br. 5 – Prikaz trgovanja akcijama u poslednje tri godine



Grafikon peti prikazuje trgovanje akcijama u poslednje tri godine. Na ovom primeru, tj. grafikonu najbolje se vide izlazak privrede iz finansijske krize i uticaj krize na finansijski sektor u Srbije. Naime, početkom septembra 2009. godine pa sve do kraja meseca cena akcije je beležila rast. Najviša cena u periodu od septembra 2009. godine do septembra 2012. godine bila je na u periodu od 25. do 28.09.2009. godine kada je iznosila 10.838 dinara. Nakon tog perioda cena akcije počinje da pada nivoa od 7.016 dinara koliko je bila na dan 18.12. 2009. godine. U daljem periodu cena postepeno raste i uglavnom se kreće u intervalu između 8.000 i 9.000 dinara. Ključni momenat dešava se 06 jula 2011. godine cena počinje da pada sa nivoa od 9.448 dinara i nastavlja pad sve poslednje nedelje trgovanja (27. – 31. avgust tekuće godine). Cena akcije na dan 04. septembar iznosi 5.737 dinara.

Grafik br. 6 – Uporedni grafički prikaz kretanja cena akcije Alfa-plam sa indeksom najlikvidnijih hartija Beogradske berze za period 07.09.2009. – 04.09.2012.



Izvor :

<http://www.belex.rs/trgovanje/hartija/dnevni/ALFA>

Iz grafikona br. 6 jasna je uočljivost medjuzavisnosti kretanja cene akcije i vrednosti indeksa Belex 15. Slična situacija u smislu poredjenja sa Belex-om 15 je i sa drugim kompanijama. Što je i logično. Vrednost indeksa za nijansu više pada je došlo do pomerećaja u bankarskom poslovanju, ovde se pre svega misli na probleme koje je imala Agrobanka, koja je bila u korpi Belex 15.

Grafik br. 7 – Prikaz trgovanja akcijama Alfe za period 2007-2010.



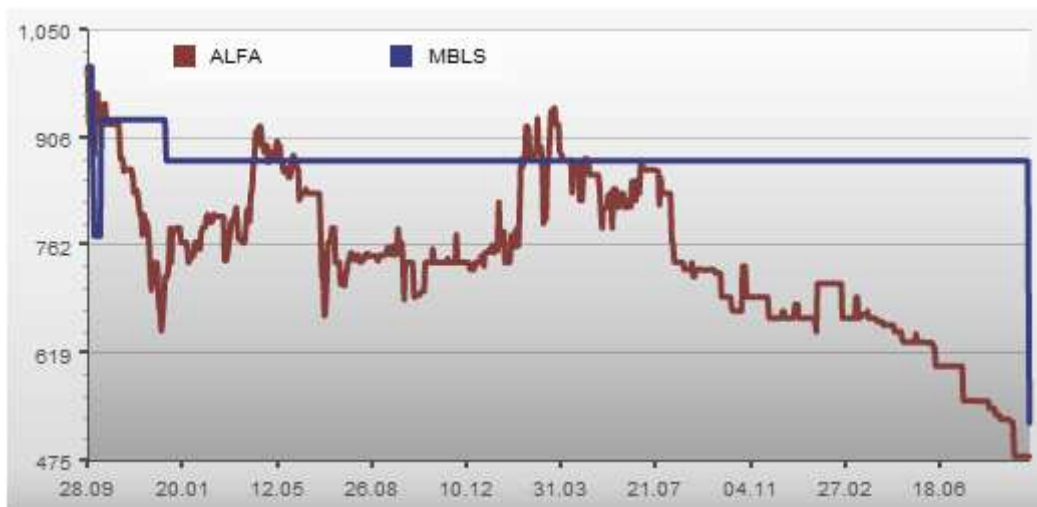
Izvor :

<http://www.belex.rs/trgovanje/hartija/dnevni/ALFA>

Grafikon sedmi prikazuje trgovanje akcijama u periodu od 2007. do 2010. godine. Na ovom primeru, tj. grafikonu najbolje se vide posledice finansijske krize i uticaj

krize na finansijski sektor u Srbije. Naime, u vreme najintenzivnijeg rasta cena hartija od vrednosti i vrednosti indeksa beogradske berze, sredinom 2007. godine svet polako počinje da se informiše o krizi na hipotekarnom tržištu SAD-a. Ista hipotekarna kriza brzo se prenela i odrazila na kompletno finansijsko tržište i počela da ugrožava finansiranje realnog sektora u SAD-u. Kada su pojedine velike finansijske institucije početkom 2008. godine objavile da imaju problema sa likvidnošću, poverenje u finansijski sektor je naglo opalo. Međutim, tada je već bilo kasno, mnogi finansijski giganti su već bili pred bankrotom, dok su drugi tražili pomoć države kako do bankrota ne bi došlo. Početak 2008. godine bio je koban i za finansijsko tržište u Srbiji. Iz grafikona se jasno vidi da je vrednost akcija sa 33.000 pala ispod vrednosti od 7.000 dinara što je direktna posledica krize. Krize koja se u Srbiji naviše osetila početkom 2009. godine. Isti grafik pokazuje i postepen oporavak domaćeg finansijskog sektora početkom 2010. godine. Ukoliko se vrednost akcije Alfa plam analizira kroz finansijsku krizu, finansijski sektor Srbije polako je izlazio iz krize .

Grafik br. 8 – *Uporedni grafički prikaz kretanja cena akcije Alfa-plam sa kompanijom Milan Blagojević Smederevo*



Izvor:

<http://www.belex.rs/trgovanje/hartija/dnevni/ALFA>

Cena akcije Alfa plam, u prethodnom grafikonu predstavljena u hiljadama dinara. Očigledno je razlika u visini cene akcije. Nakon prodaje akcija koje su bile u vlasništvu malih akcionara i kao posledica krize pala je cena akcije Alfinih akcija, ali nikada nije pala ispod 4.000 dinara. Razlika u ceni akcije je velika jer je Alfa po osnovu prethodnog poslovanja imala ugovorene velike izvozne poslove.

4.2.1.3. SWOT ANALIZA

SWOT analiza predstavlja analitičku metodu kojom se definišu kritični faktori koji imaju najveći uticaj na poslovanje preduzeća na tržištu. Ova analiza se obavlja na osnovu matrice koju čine četiri elemenata (sfere, polja), i to:

1. **S** – *Strengths* (snage);
2. **W** – *Weaknesses* (slabosti);
3. **O** – *Opportunities* (šanse i mogućnosti);
4. **T** – *Threats* (opasnosti i pretnje).

Naziv ove analize, na osnovu predočenog, je ustvari akronim. Analiza se sastavlja odnosno vrši na osnovu utvrdjene i analizirane snage i slabosti odnosno mogućnosti i pretnje koje omogućuje i stvara situacija na konkretnom tržištu.

SWOT analiza se najčešće predstavlja u vidu matrice, pa se zbog toga često i naziva SWOT matrica i služi za razumevanje trenutnog položaja kompanije na tržištu. Pored toga njome se definiše strategija koju treba primeniti da bi se postigao željeni ishod i ostvarili poslovni ciljevi. Jedan od bitnih elemenata u procesu izrade SWOT analize (matrice) je vreme, koje se najčešće zanemaruje i zbog čega dolazi do izmene ne samo u planu već i u komplementnim strategijama.

Kada je reč o kompaniji Alfa plam deo poslovanja i uspeh je predstavljen u uvodnom delu. Naredni prikaz predstavlja SWOT matricu kompanije.

Prikaz br. 1 – SWOT matrica kompanije Alfa plam a.d.

S – Strengths (snage); ➤ Liderska pozicija na domaćem tržištu; ➤ Značajno učešće na regionalnom tržištu; ➤ Konstantno ostvarivanje dobiti u prethodnim godinama.	W – Weaknesses (slabosti); ➤ Problem ozbezbjedjivanja daljeg rasta; ➤ Top menadžment.
O – Opportunities (šanse i mogućnosti); ➤ Preuzimanje kompanija iz sektora; ➤ Plasman proizvoda na rusko tržište;	T – Threats (opasnosti i pretnje). ➤ Visoka nelikvidnost uslužnog sektora nakon krize; ➤ Povlačenje dobavljača sa srpskog tržišta.

Kompanija Alfa plam ima leadersku poziciju srpskom tržištu u proizvodnji peći na sva goriva, kao i proizvodnju štednjaka na struju. Najveći konkurent je kompanija Milan Blagojević iz Smedereva. Pored toga što ima najveći udeo na domaćem tržištu, kompanija se svrstava u 5 najvećih proizvođača peći za domaćinstva u Jugoistočnoj Evropi. Jedna od karakteristika jeste i konstantno ostvarivanje dobiti na godišnjem nivou. To je omogućilo kompaniji osavremenjivanje proizvodnog procesa tokom 2011. i 2012. godine. Jedna od mogućnosti koja se nalazi pred menadžmentom kompanija, a kao posledica konstantnog ostvarivanja dobiti može biti preuzimanje manjih proizvodnji. Ovde se pre svega misli na zanatski organizovane radnje kojih ima na domaćem tržištu i preuzimanje njihovog proizvodnog procesa. Pored toga trgovinski sporazum Srbije sa Rusijom, Alfi može doneti povećanje proizvodnje i značajnije povećanje prihoda.

Medjutim, i pored zavidne pozicije ne samo na domaćem već i na kontinentalnom tržištu, kompanija se susreće sa određenim nedostacima u svom poslovanju. Kao unutrašnje slabosti prepoznat je problem daljeg rasta kompanije, ali i sam top menadžment. Naime, vodeći ljudi Alfe već određeni vremenski period (2007-2012.) nisu uspeali da kompaniji obezbede nova tržišta, niti da inoviraju proizvodni program. Stoga je sredinom 2012. godine došlo do promene top menadžmenta. I pored toga, top menadžment još uvek predstavlja slabost kompanije jer najmanji period za inkorporiranje novih ideja i planova je godinu dana. Kao najveća opasnost po poslovanje, ne samo Alfa plama već i kompletne privrede, uočena je visoka nelikvidnost uslužnog sektora na domaćem tržištu. Pored toga, moguće povlačenje nekih „krupnih igrača“ sa srpskog tržišta odnosno zaobilazanje poslovanja sa srpskim kompanijama takodje predstavlja eksternu pretnju na koju kompanija teško može imati uticaja.

4.2.1.4. ANALIZA POSLOVANJA

U ovom delu rada predstaviće se bilans stanja i bilans uspeha kompanije Alfa plam a.d. Podaci su u tabelama uneti na osnovu revizorskog izveštaja za 2011. godinu koji je sprovedla revizorska kuća Confida Finodit, a koji je dosputan na sajtu kompanije. Zbog preglednosti tabele aktivne i pasivne pozicije bilansa stanja prikazane su na različitim stranama i odvojeno.

Tabela br. 5 – *Aktiva krajnjeg bilansa stanja za period 2008-2011. god. u hiljadama dinara*

AKTIVA:	31.12.2008.	31.12.2009.	31.12.2010.	31.12.2011.
UKUPNA AKTIVA	3.602.433	3.957.516	4.224.112	4.769.015
Stalna imovina	1.145.680	1.064.486	1.511.086	1.573.659
- Neuplaćeni upisani kapital	0	0	0	0
- Goodwill	0	0	0	0
- Nematerijalna ulaganja	0	0	0	0
- Nekretnine postrojenja oprema i bioloska sredstva	1.142.841	1.059.475	1.506.733	1.570.063
- Nekretnine postrojenja i oprema	1.140.868	1.048.936	1.505.615	1.568.978
- Investicione nekretnine	1.973	10.539	1.118	1.085
- Biološka sredstva	0	0	0	0
- Dugoročni finansijski plasmani	2.839	5.011	4.353	3.596
- Učešća u kapitalu	0	0	0	0
- Ostali dugoročni finansijski plasmani	2.839	5.011	4.353	3.596
Obrtna imovina	2.456.753	2.893.030	2.704.864	3.173.908
- Zalihe	1.010.269	972.613	886.083	1.120.053
- Stalna sredstva namenjena prodaji i sredstva poslovanja koje se obustavlja	0	0	0	0
- Kratkoročna potraživanja, plasmani i gotovina	1.446.484	1.920.417	1.818.781	2.053.855
- Potraživanja	1.067.455	993.180	1.002.298	1.124.535
- Potraživanja za više plaćen porez na dobitak	0	0	0	0
- Kratkoročni finansijski plasmani	3.161	2.982	2.906	637.495
- Gotovinski ekvivalenti i gotovina	339.865	892.443	774.482	214.817
- Porez na dodatu	36.003	31.812	39.095	77.008

vrednost i aktivna vremenska razgraničenja				
- Odložena poreska sredstva	0	0	8.162	21.448
Poslovna imovina	3.602.433	3.957.516	4.224.112	4.769.015
Gubitak iznad visine kapitala	0	0	0	0
Vanbilansna aktiva	29.985	29.954	29.954	29.954

Izvor:

http://www.alfaplam.rs/upload/Stock/Files/2012_05/alfa_plam_godisnji_izvestaj_za_2011_2.pdf

Tabela br. 6 – *Pasiva krajnjih bilansa stanja za period 2008-2011. god. u hiljadama dinara*

PASIVA:	31.12.2008.	31.12.2009.	31.12.2010.	31.12.2011.
UKUPNA PASIVA	3.602.433	3.957.516	4.224.112	4.769.015
Kapital	3.096.653	3.375.904	3.699.401	4.039.518
- Osnovni kapital	1.383.780	1.386.902	1.387.197	1.387.334
- Neuplaćeni upisani kapital	0	0	0	0
- Rezerve	492.827	492.827	492.827	492.827
- Revalorizacije rezerve	203.633	203.892	203.892	197.166
- Nerealizovani dobici po osnovu hartija od vrednosti	0	0	0	0
- Nerealizovani gubici po osnovu hartija od vrednosti	0	0	0	0
- Nerasporedjen dobitak	1.016.413	1.292.283	1.615.485	1.962.191
- Gubitak	0	0	0	0
- Otkupljene sopstvene akcije	0	0	0	0
Dugoročna rezervisanja i obaveze	492.512	568.941	524.711	729.497
- Dugoročna rezervisanja	0	30.550	30.550	127.941
- Dugoročne obaveze	0	0	0	0
- Dugoročni krediti	0	0	0	0

- Ostale dugoročne obaveze	0	0	0	0
- Kratkoročne obaveze	492.512	538.391	494.161	601.556
- Kratkoročne finansijske obaveze	0	0	0	0
- Obaveze po osnovu sredstava namenjenih prodaji i sredstava poslovanja koje se obustavlja	0	0	0	0
- Obaveze iz poslovanja	439.095	483.735	432.762	538.450
- Ostale kratkoročne obaveze	53.037	53.733	60.671	62.290
- Obaveze po osnovu poreza na dodatu vrednost i ostalih javnih prihoda i pasivna vremenska razgraničenja	380	923	728	816
- Obaveze po osnovu poreza na dobitak	0	0	0	0
Odložene poreske obaveze	13.268	12.671	0	0
Vanbilansna pasiva	29.985	29.954	29.954	29.954

Izvor:

http://www.alfaplam.rs/upload/Stock/Files/2012_05/alfa_plam_godisnji_izvestaj_za_2011_2.pdf

Tabela br. 7 – Bilans uspeha za period 2008-2011.god. u hiljadama dinara

PRIHODI I RASHODI:	31.12.2008.	31.12.2009.	31.12.2010.	31.12.2011.
POSLOVNI PRIHODI	3.156.144	3.037.373	3.438.693	4.003.959
- Prihodi od prodaje	3.074.363	3.170.023	3.587.304	3.798.406
- Prihodi do aktiviranja učinaka	14.848	6.298	18.413	13.870
- Povećanje vrednosti zaliha učinaka	70.333	0	5.373	190.067
- Smanjenje vrednosti zaliha učinaka	3.549	139.103	172.603	0
- Ostali poslovni prihodi	149	155	206	1.616
POSLOVNI RASHODI	2.847.124	2.757.139	2.993.236	3.623.504
- Nabavna vrednost prodate robe	5.878	4.476	3.741	3.224
- Troškovi materijala	1.844.855	1.739.905	1.892.817	2.336.330
- Troškovi zarada i ostali lični rashodi	616.282	602.932	655.166	705.097
- Troškovi amortizacije i rezervisanja	138.005	185.179	149.304	263.929
- Ostali poslovni rashodi	242.104	224.647	292.208	314.924
POSLOVNI DOBITAK	309.020	280.234	445.457	380.455
POSLOVNI GUBITAK	0	0	0	0
Finansijski prihodi	177.195	120.731	155.365	113.216
Finansijski rashodi	58.026	15.485	13.771	84.672
Ostali prihodi	59.929	79.808	74.101	116.324
Ostali rashodi	134.773	85.090	224.877	57.997
DOBITAK IZ REDOVNOG POSLOVANJA PRE OPOREZIVANJA	353.345	380.198	436.275	467.326
GUBITAK IZ REDOVNOG POSLOVANJA PRE OPOREZIVANJA	0	0	0	0
Neto dobitak poslovanja koje se obustavlja	0	0	0	0

Neto gubitak poslovanja koje se obustavlja	0	0	0	0
DOBITAK PRE OPOREZIVANJA	353.345	380.198	436.275	467.326
GUBITAK PRE OPOREZIVANJA	0	0	0	0
Porez na dobitak	0	0	0	0
Poreski rashod perioda	0	0	0	0
Odloženi poreski rashod perioda	0	0	0	0
Odloženi poreski prihodi perioda	0	597	20.833	13.286
Isplaćena licna primanja poslodavcu	0	0	0	0
NETO DOBITAK	353.345	380.795	457.108	480.612
NETO GUBITAK	0	0	0	0
Neto dobitak koji pripada manjinskim ulagačima	0	0	0	0
Neto dobitak koji pripada vlasnicima matičnog pravnog lica	0	0	0	0
ZARADA PO AKCIJI	-	-	-	-
Osnovna zarada	2	2	3	3
Umanjena zarada po akciji	0	0	0	0

Izvor: http://www.alfaplam.rs/upload/Stock/Files/2012_05/alfa_plam_godisnji_i_zvestaj_za_2011_2.pdf

Na osnovu podataka iz prethodnih tabela uočljiv je momenat da kompanija konstantno, u poslednje četiri godine, ostvaruje profit odnosno dobitak. Najveći dobitak ostvaren je 2010. godine kada je isti iznosio 445.457.000 dinara. Za kompaniju koja posluje u srpskim uslovima ovaj iznos je i te kako značajan. Najmanji iznos dobitka u periodu od 2008-2011. godine ostvarene je 2009. godine. I pored toga što je tada dobit iznosio „samo“ 280.234.000 dinara, ovaj iznos omogućio je isplatu dividende. Treba reći da je 2009. godina bila godina krize širom sveta tako da za pad dobiti i ima realnih opravdanja.

4.2.1.5. BERZANSKI POKAZATELJI

Finansijski pokazatelj koji je od velike važnosti je dobit po akciji (*earnings per share* - EPS). On se ustvari dobija iz odnosa neto dobiti i ukupnog broja emitovanih akcija. Ovaj pokazatelj je važan zbog izračunavanja P/E racija. Korišćenje EPS može biti suočeno i sa određenim problemima i ograničenjima. Jedan među najznačajnijim problemima je taj što izračunavanje EPS može biti pod uticajem računovodstvenih standarda. Drugi je taj što EPS ignoriše vremensku vrednost novca, pa treba izbegavati odlučivanje na bazi njegovih dugoročnih projekcija. Problem je i taj što ne uzima u obzir ni poslovni ni finansijski rizik.

Pokazatelj odnosa cene akcije i zarade kompanije je najstariji i najčešće korišćen parametar kada se vrednuju akcije i označava se sa P/E (*price/earnings* – cena/zarada po akciji). P/E ratio predstavlja jedan od najvažnijih finansijskih pokazatelja vezanih za investiranje u akcije. Reč je proporciji, to jest odnosu tržišne cene (P-*price*) i dobiti po akciji (E-*earnings per share* - EPS).

Ovaj pokazatelj je izuzetno značajan pošto omogućava poredjenje jedne kompanije sa drugom, pogotovo u okviru iste grane, ali i sa određenim prosecima. Pored toga, on se može koristiti i za praćenje jedne kompanije tokom vremena od na primer par godina.

P/E ratio pojedini autori nazivaju i pojmom „multiplikator dobiti“. Taj naziv je dobio pošto P/E pokazuje koliki je broj puta dobit preduzeća izražena u tekućoj tržišnoj ceni akcija. Prema tome, slobodno se može konstatovati da P/E ratio odražava očekivanja investitora u pogledu potencijala rasta i razvoja kompanije. On se zato i vezuje za razvojne mogućnosti preduzeća, pošto odražava optimizam ili pesimizam investitora. Drugim rečima, P/E odslikava spremnost kupaca akcija da plate određenu cenu na tržištu kako bi ostvarili odgovarajući prihod od posedovanja akcija.

P/E ima izuzetno veliki značaj. Pre svega, on se koristi u analizi investicionih alternativa. Sagledavanje njegove visine može biti jedan od relevantnih pokazatelja kako bi se donele što pravilnije investicione odluke.

Odnos izmedju tržišne cene i knjigovodstvene vrednosti akcije (*price to book ratio*, P/B) je važan pokazatelj eventualne potcenjenosti ili precenjenosti akcija. Investitori su spremni da za akciju plate više od knjigovodstvene vrednosti, ako se to može opravdati stabilnim visokim prinosima. Na primer, ako preduzeće ostvaruje prinos na ukupni kapital od 30%, tada će se cena na berzi verovatno kretati značajno iznad knjigovodstvene vrednosti. U praksi se dešava da u takvim slučajevima cena bude i nekoliko puta veće od knjigovodstvene cene. Visoka vrednost ovog koeficijenta može biti i signal da je akcija značajno precenjena.

➤ **tržišna kapitalizacija:**

Tržišna kapitalizacija predstavlja ukupnu tržišnu vrednost svih izdatih akcija kompanije. Ovaj koeficijent, odnosno pokazatelj podlozan je svakodnevnim promenama. Razlog tome leži u činjenici da se i cena akcije svakodnevno može menjati. U našem primeru tržišna kapitalizacija za kompaniju Alfa plam a.d. za dan:

$$28.09.2012. \text{ iznosi: } 174.812 \times 5.500 = 961.466.000$$

Dok je na primer dan:

$$03.11.2011. \text{ iznosila: } 174.812 \times 7.500 = 1.311.090.000$$

➤ **P/B (*price to book ratio*)**

predstavlja odnos tržišne cene i knjigovodstvene vrednosti akcije. Nizak nivo ovog koeficijenta pokazuje da je vrednost akcije podcenjena. U našem primeru

$$P/B = \text{tržišna cena} / \text{knjigovodstvena vrednost akcije}^{30}$$

$$P/B = 5.500 / 23107$$

$$P/B = 0,24$$

➤ **EPS (*Earnings per Share* – zarada po akciji)**

EPS koeficijent se dobija stavljanjem u odnos neto dobiti i prosečnog broja akcija. U našem slučaju za period 2011. godine prosečan broj akcija je 174.812, tako da je:

$$EPS = 480.612.000 / 174.812$$

$$EPS = 2749,31$$

➤ **P/E (*price/earnings* – cena/zarada po akciji).**

Ovaj koeficijent se prema izloženom računa kao odnos tržišne cene i zarade po akciji. Ukoliko je P/E visok to znači visoku zaradu u budućnosti.

$$P/E = 5.500 / 2749,31$$

$$P/E = 2,00$$

³⁰ Knjigovodstvena vrednost akcije dobija se kao odnos knjigovodstvene vrednosti akcijskog kapitala i broja emitovanih akcija.

4.2.2. „MILAN BLAGOJEVIĆ“ SMEDEREVO

Milan Blagojević iz Smedereva je privatna fabrika u okviru Invej grupacije. Osnovni asortiman proizvoda su šporeti i peći na čvrsto gorivo, ali i električni šporeti sa najvećim međunarodnim standardima kvaliteta. Fabrika je osnovana 1923. godine i od tada do danas je stvorila prepoznatljivi proizvodjački brend tradicije i kvaliteta.

Rukovodstvo MBS-a ima vodeću ulogu u primeni i stalnom poboljšavanju sistema upravljanja kvalitetom i zaštitom životne sredine, usaglašenog sa zahtevima standarda ISO 9001:2008 i ISO 14001:2004 . Fabrika je otvorila svoj put na evropska i svetska tržišta svojim stalnim razvojem i prilagođavanjem zahtevima različitih tržišta. Ostvarene su saradnje sa francusko - belgijskom firmom Artur-Martin, korporacijom Candy, Hoover, Rosieres, Zerowatt, Iberna, Kelvinator, Otsein i Gasfire.

Spoj vekovne tradicije, prepoznatljiv kvalitet i nove tehnologije stvaraju uslove za dalji razvoj i plasman proizvoda na novim svetskim tržištima vizija je kompanije. Pored ovoga, vizija MBS je da u narednih pet godina postane jedan od tri najveća lidera u proizvodnji i plasmanu šporeta na čvrsto gorivo u Evropi.

Tržišna orijentacija uz praćenje svetskih trendova u konstrukciji, ceni i dizajnu proizvoda, garantuju budućnost i novu viziju MBS-a, uz zadovoljstvo krajnjih korisnika.

Razvoj i unapredjenje postojećih i novih proizvoda u sistemu kvaliteta misija je kompanije Milan Blagojević. Ulaganje u nove tehnologije i edukaciju stručnog kadra, koje će obezbediti prednost u odnosu na konkurenciju nameće se neizostavna obaveza u savremenim uslovima poslovanja (društvu znanja). Pored toga, ekspanzivno širenje tržišta i realizacije prodaje imperativ je poslovanja.

4.2.2.1. STRUKTURA VLASNIŠTVA MILAN BLAGOJEVIĆ SMEDEREVO

Najjednostavniji i najpregledniji udeo vlasništva, koji je u „rukama“ fizičkih i pravnih predstavljen je u sledećoj tabeli.

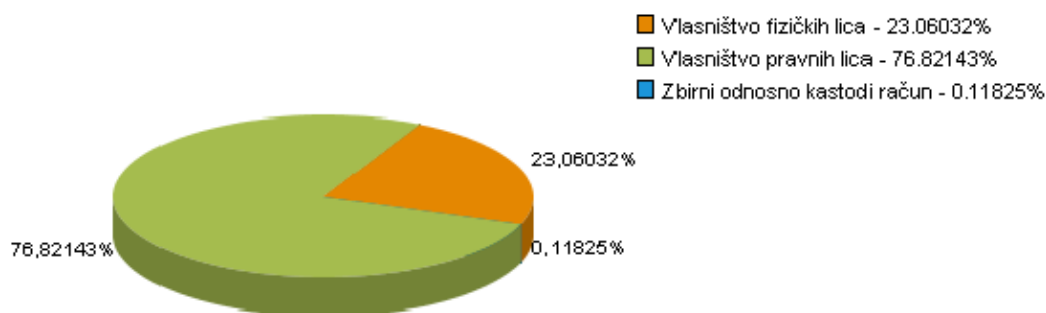
Tabela br. 8 – Vlasnička struktura Milan Blagojević Smederevo

Tip lica	Broj akcija	% od ukupne emisije
Akcije u vlasništvu fizičkih lica	29.056	23,06032
Akcije u vlasništvu pravnih lica	96.795	76,82143
Društveni kapital	0	0,00000
Zbirni odnosno kastodi račun	149	0,11825
Ukupno:	126.000	100

Izvor:

<http://www.crhov.rs/?Opcija=1&odabraniemitentjmb=27DBDAC70DC2C2EF&isin=45BFA4B173A6B2EDD518D227>

Grafik br. 9 – Prikaz vlasničke strukture Milan Blagojević Smederevo



Izvor:

<http://www.crhov.rs/?Opcija=1&odabraniemitentjmb=27DBDAC70DC2C2EF&isin=45BFA4B173A6B2EDD518D227>

4.2.2.2. ISTORIJSKI PREGLED TRGOVANJA AKCIJAMA

Na osnovu berzanskog izveštaja za dan 03.01.2013. godine vidi se da je akcija na otvaranju berze bila 420 dinara. Prikaz dnevnih podataka za akcije čija je oznaka MBLS dat je u narednoj tabeli. Pošto se akcijama MBLS na analizirani dan nije trgovalo, sa tom cenom će otpočeti i naredni trgovački dan. Jasno je uočljivo da promene u ceni akcije nije bilo, tako da se ta „vrednost“ označava sa „0“ (nulom).

Tabela br. 9 – Prikaz dnevnih podataka za dan 03.01.2013. godine

Cena	420
Promena	0,00% 0 RSD
Obim	0
Promet	0
Ukupna ponuda	161
Ukupna tražnja	50

Izvor: <http://www.belex.rs/trgovanje/hartija/dnevni/MBLS>

Istorijski posmatrano, akcije kompanije Milan Blagojević nisu bile tako interesantne investitorima. U narednoj tabeli predstavljena je najviša i najniža cena akcije MBLS i evidentan pad koji je ostvarila ova kompanija.

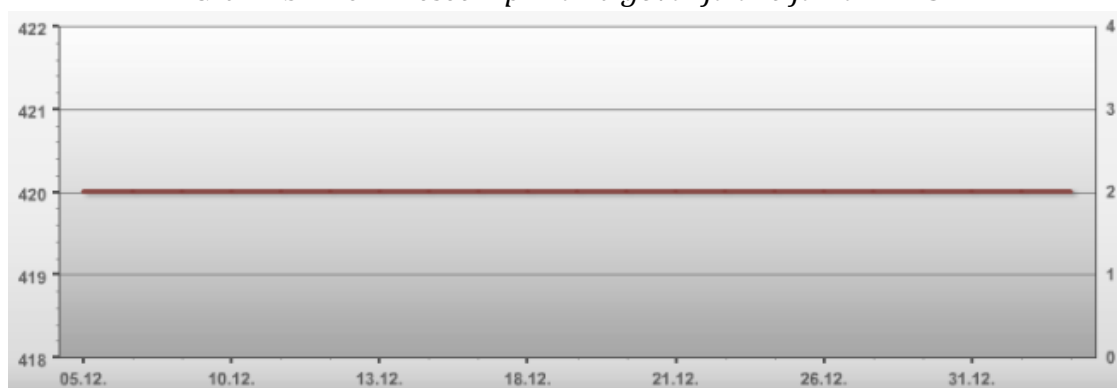
Tabela br. 10 – Prikaz najviše i najniže cene akcije

Najviša cena	Najniža cena
3.400	420
07.05.2007.	26.09.2012.

Izvor: <http://www.belex.rs/trgovanje/hartija/dnevni/MBLS>

Da stanje na dan 03.01.2013. godine nije slučajnost pokazuje i mesečni prikaz kretanja vrednosti i obima trgovanja akcijama Milan Blagojević. Naime, tokom celog meseca interesovanje investitora za akcije ovog preduzeća nije postojalo. Ova situacija jasno se vidi iz narednog grafikona.

Grafik br. 10 – Mesečni prikaz trgovanja akcijama MBLS

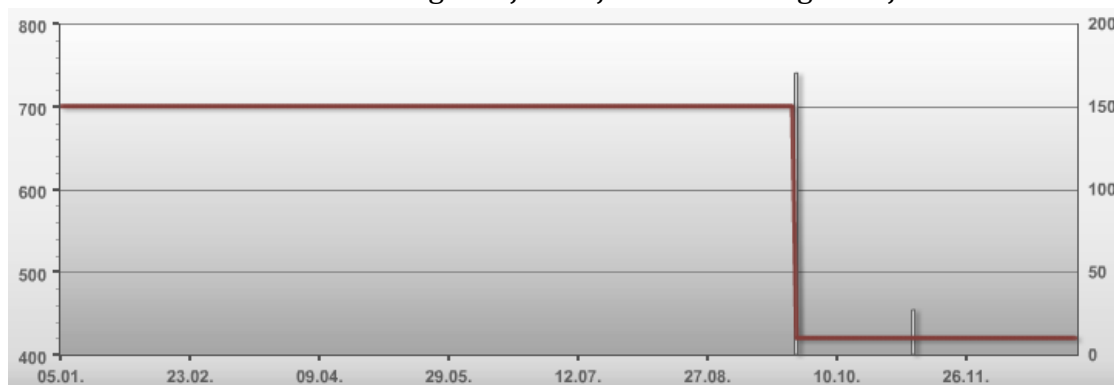


Izvor:

<http://www.belex.rs/trgovanje/hartija/dnevni/MBLS>

Na godišnjem nivou uočljiva je jedna negativna karakteristika. Sredinom druge polovine 2012. godine cena akcije je naglo pala sa 700 dinara na 420 dinara. U tom periodu ostvaren je zanemarljiv obim poslovanja. To je vidljivo na sledećem grafikonu, gde se uočava da je obim u celom 2012. godine 200 akcija.

Grafik br. 11 – Prikaz trgovanja akcijama MBLS na godišnjem nivou



Izvor:

<http://www.belex.rs/trgovanje/hartija/dnevni/MBLS>

Kada je u pitanju trogodišnje trgovanje, ono opet ne odaje utisak da je reč o kompaniji za koju su investitori zainteresovani. Od početka 2010. godine pa sve do pomenute promene cene, akcija je konstantno bila na visini od 700 dinara. Tu situaciju predstavlja sledeći grafikon.

Grafik br. 12 – Trogodišnji prikaz trgovanja akcijama Milan Blagojević



Izvor:

<http://www.belex.rs/trgovanje/hartija/dnevni/MBLS>

4.2.2.3. SWOT ANALIZA³¹

Što se tiče tržišnog učešća i značaja kompanije Milan Blagojević na srpskom tržištu isti se može utvrditi na osnovu istorijskog poslovanja, ali i same vizije i misije kompanije. U narednom prikazu predstavljena je SWOT analiza ove kompanije. Iako kompanije nije interesantna investitorima, Milan Blagojević ipak ima značaja za lokalni i regionalni nivo, zbog zapošljavanja određenog broja radnika.

Prikaz br. 2 – SWOT matrica kompanije MBL

S – Strengths (snage); ➤ Veoma dobra tržišna pozicija u nacionalnim okvirima; ➤ Veoma širok spektar proizvoda; ➤ Konstantno ostvarivanje dobiti u prethodnim godinama.	W – Weaknesses (slabosti); ➤ Daleko bolja pozicija najvećeg konkurenta na domaćem tržištu; ➤ Sporost prilagođavanja na nove ugovorne poslove sa inostranstvom.
O – Opportunities (šanse i mogućnosti); ➤ Saradnja i preuzimanje manjih kompanija iz sektora; ➤ Potpisani ugovori sa značajnim evropskim i svetskim partnerima.	T – Threats (opasnosti i pretnje). ➤ Visoka nelikvidnost uslužnog sektora nakon krize; ➤ Promena deviznog kursa.

4.2.2.4. ANALIZA POSLOVANJA

Bilans stanja i bilans uspeha koju su predstavljeni u tabelama koje slede osnovni su dokumenti na osnovu kojih se radi analiza poslovanja. Predstavljeni podaci su zvanični koju su objavljeni do strane ovlašćenog revizora i na osnovu godišnjih revizorskih izveštaja. Isti su dostupni na sajtu kompanije.

³¹ Kako su u prethodnom delu rada koji se odnosi na analizu poslovanja Alfa plam, s teorijskog aspekta predstavljeni pojmovi SWOT matrice (analize) i berzanskih pokazatelja u sledećim delovima biće samo ukazano na praktičnu analizu kako se materija ne bi ponavljala.

Tabela br. 11 – *Aktiva bilansa stanja Milan Blavojević (u 000 dinara)*

AKTIVA:	31.12.2008.	31.12.2009.	31.12.2010.	31.12.2011.
UKUPNA AKTIVA	1.437.221	1.240.412	1.344.333	1.399.515
Stalna imovina	393.414	367.778	422.889	497.154
- Neuplaćeni upisani kapital	0	0	0	0
- Goodwill	0	0	0	0
- Nematerijalna ulaganja	802	427	54	505
- Nekretnine postrojenja oprema i bioloska sredstva	379.103	354.669	410.385	484.739
- Nekretnine postrojenja i oprema	379.103	354.669	410.385	484.739
- Investicione nekretnine	0	0	0	0
- Biološka sredstva	0	0	0	0
- Dugoročni finansijski plasmani	13.509	12.682	12.450	11.910
- Učešća u kapitalu	4.652	4.652	1.796	1.702
- Ostali dugoročni finansijski plasmani	8.857	8.030	10.654	10.208
Obrtna imovina	1.043.807	872.634	921.444	902.361
- Zalihe	712.510	574.175	789.066	745.270
- Stalna sredstva namenjena prodaji i sredstva poslovanja koje se obustavlja	0	0	0	0
- Kratkoročna potraživanja, plasmani i gotovina	331.297	298.459	132.378	157.091
- Potraživanja	292.602	274.067	84.828	86.518
- Potraživanja za više plaćen porez na dobitak	0	0	0	0

- Kratkoročni finansijski plasmani	5.492	3.942	20.577	3.422
- Gotovinski ekvivalenti i gotovina	17.563	17.307	2.611	37.692
- Porez na dodatu vrednost i aktivna vremenska razgraničenja	15.640	3.143	24.362	29.459
- Odložena poreska sredstva	0	0	0	0
Poslovna imovina	1.437.221	1.240.412	1.344.333	1.399.515
Gubitak iznad visine kapitala	0	0	0	0
Vanbilansna aktiva	0	0	0	0

Izvor:

www.mbs.srTabela br. 12 – *Pasiva bilansa stanja Milan Blagojević (u 000 dinara)*

PASIVA:	31.12.2008.	31.12.2009.	31.12.2010.	31.12.2011.
UKUPNA PASIVA	1.437.221	1.240.412	1.344.333	1.399.515
Kapital	352.232	325.355	390.973	588.521
- Osnovni kapital	401.958	75.600	75.600	75.600
- Neuplaćeni upisani kapital	0	0	0	0
- Rezerve	0	326.358	119.844	119.844
- Revalorizacije rezerve	133.249	132.393	175.057	249.004
- Nerealizovani dobiti po osnovu hartija od vrednosti	0	0	0	0
- Nerealizovani gubici po osnovu hartija od vrednosti	1.986	2.482	1.217	1.311
- Nerasporedjen dobitak	32.736	2.030	21.689	145.384
- Gubitak	213.725	208.544	0	0
- Otkupljene sopstvene akcije	0	0	0	0

Dugoročna rezervisanja i obaveze	1.081.602	907.742	940.204	789.393
- Dugoročna rezervisanja	0	16.068	14.956	14.889
- Dugoročne obaveze	2.389	2.222	65.918	15.196
- Dugoročni krediti	2.389	2.222	65.918	15.196
- Ostale dugoročne obaveze	0	0	0	0
- Kratkoročne obaveze	1.079.213	889.452	859.330	759.308
- Kratkoročne finansijske obaveze	896.661	705.640	523.825	365.289
- Obaveze po osnovu sredstava namenjenih prodaji i sredstava poslovanja koje se obustavlja	0	0	0	0
- Obaveze iz poslovanja	159.984	84.866	159.311	171.688
- Ostale kratkoročne obaveze	19.805	93.846	175.567	220.874
- Obaveze po osnovu poreza na dodatu vrednost i ostalih javnih prihoda i pasivna vremenska razgraničenja	2.763	5.100	627	1.457
- Obaveze po osnovu poreza na dobitak	0	0	0	0
Odložene poreske obaveze	3.387	7.315	13.156	21.601
Vanbilansna pasiva	0	0	0	0

Izvor:

www.mbs.rs

Tabela br. 13 – Bilans uspeha za period od 2008 – 2011. godine u 000 dinara

POSLOVNI PRIHODI	1.044.149	706.828	925.422	1.206.134
- Prihodi od prodaje	1.031.187	870.336	901.742	1.204.943
- Prihodi do aktiviranja učinaka	1.762	603	866	1.370
- Povećanje vrednosti zaliha učinaka	8.542	0	21.628	0
- Smanjenje vrednosti zaliha učinaka	0	166.479	0	294
- Ostali poslovni prihodi	2.658	2.368	1.186	115
POSLOVNI RASHODI	1.019.359	618.816	773.096	1.007.510
- Nabavna vrednost prodate robe	1.121	1.739	3.008	1.035
- Troškovi materijala	624.836	359.992	497.986	694.158
- Troškovi zarada i ostali lični rashodi	265.759	169.456	189.210	221.430
- Troškovi amortizacije i rezervisanja	36.543	22.835	18.901	20.299
- Ostali poslovni rashodi	91.100	64.794	63.991	70.588
POSLOVNI DOBITAK	24.790	88.012	152.326	198.624
POSLOVNI GUBITAK	0	0	0	0
Finansijski prihodi	34.193	14.650	7.729	13.448
Finansijski rashodi	25.763	86.255	87.660	60.908
Ostali prihodi	20.226	4.627	4.821	10.556

Ostali rashodi	17.355	15.597	59.681	38.815
DOBITAK IZ REDOVNOG POSLOVANJA PRE OPOREZIVANJA	36.091	5.437	17.535	122.905
GUBITAK IZ REDOVNOG POSLOVANJA PRE OPOREZIVANJA	0	0	0	0
Neto dobitak poslovanja koje se obustavlja	0	0	2.031	406
Neto gubitak poslovanja koje se obustavlja	3.355	335	0	0
DOBITAK PRE OPOREZIVANJA	32.736	5.102	19.566	123.311
GUBITAK PRE OPOREZIVANJA	0	0	0	0
Porez na dobitak	0	0	0	0
Poreski rashod perioda	0	0	0	0
Odloženi poreski rashod perioda	0	3.928	2.479	159
Odloženi poreski prihodi perioda	0	0	0	0
Isplaćena licna primanja poslodavcu	0	0	0	0
NETO DOBITAK	32.736	1.174	17.087	123.152
NETO GUBITAK	0	0	0	0
Neto dobitak koji pripada manjinskim ulagačima	0	0	0	0
Neto dobitak koji pripada vlasnicima matičnog pravnog lica	0	0	0	0

ZARADA PO AKCIJI	-	-	-	-
Osnovna zarada	0	1	1	1
Umanjena zarada po akciji	0	0	0	0

Izvor.

www.mbs.rs

Na osnovu predstavljenih podataka iz oba bilansa može se zaključiti da kompanije Milan Blagojević solidno posluje na domaćem tržištu. Kompanije u periodu od četiri godine konstantno ostvaruje dobitak. Nešto manji dobitak ostvaren je 2009. godine, za šta postoji konkretno opravdanje. Ova godina je u Srbiji bila vreme eskalacije i prelivanja svetske krize na domaću privredu.

4.2.2.5. BERZANSKI POKAZATELJI

- **tržišna kapitalizacija** kompanije Milan Blagojević na dan 03.01.2013. godine iznosila je:

$$126.000 \times 420 = 52.920.000$$

Od prvog momenta pada cena akcije sa 700 na 420 dinara ukupna tržišna kapitalizacija MBLS se nije menjala.

- **P/B (*price to book ratio*)**

$$P/B = \text{tržišna cena} / \text{knjigovodstvena vrednost akcije}^{32}$$

$$P/B = 420 / 4670$$

$$P/B = 0,09$$

- **EPS (*Earnings per Share* – zarada po akciji)**

EPS koeficijent se dobija stavljanjem u odnos neto dobiti i prosečnog broja akcija, tako dobijamo:

$$EPS = 123.152.000 / 126.000$$

³² Knjigovodstvena vrednost akcije dobija se kao odnos knjigovodstvene vrednosti akcijskog kapitala i broja emitovanih akcija.

$$\text{EPS} = 977,40$$

➤ **P/E (*price/earnings* – cena/zarada po akciji).**

Ovaj koeficijent se prema izloženom računa kao odnos tržišne cene i zarade po akciji. Ukoliko je P/E visok to znači visoku zaradu u budućnosti.

$$\text{P/E} = 420 / 977,40$$

$$\text{P/E} = 0,43$$

4.2.3. IMLEK NA BEOGRADSKOJ BERZI

IMLEK je regionalna kompanija koja posluje na teritorijama Srbije, Crne Gore, Bosne i Hercegovine i Makedonije. Otkupljuje mleko od više hiljada farmara odnosno kooperanata u Srbiji i sa njima ostvaruje evropske standarde i kriterijume kvaliteta. Kao proizvod tradicije duge više do pola veka, rada stručnih kadrova i primene savremenih tehnologija uz stalno podizanje proizvodnje dovelo je do toga da IMLEK u svom proizvodnom procesu ima više od 80 različitih mlečnih proizvoda.

Kao proizvod mnogobrojnih ulaganja kompanija je svoje proizvode dovela do najvišeg kvaliteta, a u korist ove tvrdnje govore i brojna priznanja i nagrade koje se dodeljuju na sajamskim manifestacijama, ali i nezavisnim istraživanjem tržišta. IMLEK poseduje sertifikate HACCP i ISO 9001 što je osnovni preduslov dobijanja izvoznih dozvola u zemlje Evropske Unije.

Misija kompanije je obezbeđivanje potrošača zdravim, ukusnim i hranljivim proizvodima u cilju podizanja nivoa svesti o neophodnosti zdravog i izbalansiranog načina ishrane. Vizija IMLEK-a je prerastanje u kompaniju koja će biti vlasnik snažnih i priznatih evropskih brendova, a koju pokreću potrebe i želje potrošača – pre svega, kvalitetna ishrana i zdrav način života.

4.2.3.1. STRUKTURA VLASNIŠTVA

Na osnovu podataka koji su dostupni i zvanični vlasnička struktura IMLEK-a predstavljena je u narednoj tabeli. Tabela jasno pokazuje da je nekadašnje preduzeće koje je bilo u vlasništvu države u potpunosti privatizovano.

Tabela br. 14 – Vlasnička struktura IMLEK-a

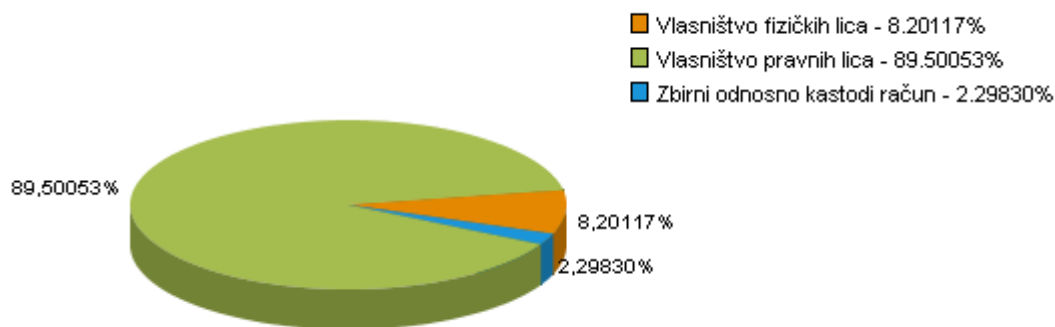
Akcije u vlasništvu fizičkih lica	708.497	8,10544
Akcije u vlasništvu pravnih lica	7.834.169	89,62544
Društveni kapital	0	0,00000
Zbirni odnosno kastodi račun	198.344	2,26912
Konzorcijum	0	0,00000
Ukupno:	8.741.010	100

Izvor:

<http://www.crhov.rs/?Opcija=1&odabraniemitentjmb=0D49FF030D580CFE&isn=6F2D867A732479F804FFEEA6>

Podaci iz tabele se mogu i grafički prikazati. Sledeći grafikon slikovito prikazuje podatke iz tabele broj 14.

Grafik br. 13. Prikaz vlasničke strukture IMLEK



Izvor:

<http://www.crhov.rs/?Opcija=1&odabraniemitentjmb=0D49FF030D580CFE&isn=6F2D867A732479F804FFEEA6>

4.2.3.2. ISTORIJSKI PREGLED TRGOVANJA AKCIJAMA

Na osnovu berzanskog izveštaja za dan 03.01.2013. godine vidi se da je akcija na otvaranju berze bila 3.200 dinara. Prikaz dnevnih podataka trgovanja na analizirani dan predstavljen je u tabeli koja sledi. Promene cene u toku trgovačkog dana nije bilo. Ostvareni obim prodaje od 157 akcija doneo je promet od 502.400 dinara. Cena na otvaranju narednog trgovačkog dana biće 3.200 dinara.

Tabela br. 15 – *Prikaz dnevnih podataka za dan 03.01.2013. godine*

Cena	3.200
Promena	0,60% 19 RSD
Obim	157
Promet	502.400
Cena	3.200
otvaranja	
Najviša	3.200
dnevna cena	
Najniža	3.200
dnevna cena	
VWAP	3.200

Izvor: <http://www.belex.rs/trgovanje/hartija/dnevni/IMLK>

Prehrambena industrija je veoma atraktivan sektor za ulaganje. Posebno u domaćim uslovima. U narednoj tabeli prikazane su najviša i najniža cena akcije IMLK do 03.01.2013. godina.

Tabela br. 16 – *Prikaz najviše i najniže cene akcije*

3.200	384
22.11.2012.	30.06.2004.

Izvor: <http://www.belex.rs/trgovanje/hartija/dnevni/IMLK>

Cena IMLEK-ove akcije u decembru 2012. godine je varirala u intervalu od 3.100 do 3.200 dinara. Iz grafikona br. 14 vidi se da je osetniji obim trgovanja ostaven poslednjih dana 2012. godine, ali i to da akcije imaju trend rasta.

Grafik br. 14 – *Mesečni prikaz trgovanja akcijama IMLEK-a*

Izvor: <http://www.belex.rs/trgovanje/hartija/dnevni/IMLK>

Kada je u pitanju trgovane na godišnjem nivou vidljivo je da je finansijsko tržište pa samim tim akcije IMLEK-a bile pod uticajem političkih dešavanja. Sredinom godine cena akcije doživljava veliki pad, u vrednosnom smislu više od 1.000 dinara. Sa formiranjem Vlade Republike Srbije situacija se vraća u normalu i cena akcije se najpre vraća na predizbornu vrednost, a kasnije i raste. Ovo je slikovito prikazano u narednom grafikonu. Najveći obim trgovanja ostvaren je 27. marta kada je isti iznosio 38.087 akcija pri ceni akcije od 3.010 dinara.

Grafik br. 15 – Prikaz trgovanja akcijama IMLEK-a na godišnjem nivou



Izvor:

<http://www.belex.rs/trgovanje/hartija/dnevni/IMLK>

Što se tiče trogodišnjeg nivoa kretanja cena akcije ovaj trend prikazan je u narednom grafikonu. Na osnovu ovog grafikona može videti postepeni izlazak iz krize kojoj je Srbija bila izložena u periodu 2009. i 2010. godine. Akcija je na početku 2010. godine imala vrednost od 1.457 dinara da bi u narednom periodu u zavisnosti od društveno-političkih događaja ostvarivala rast i pad.

Grafik br. 16 – Trogodišnji prikaz trgovanja IMLEK-ovim akcijama



Izvor:

<http://www.belex.rs/trgovanje/hartija/dnevni/IMLK>

4.2.3.3. SWOT ANALIZA

Brojni analitičari tvrde da se IMLEK-ova pozicija na tržištu Srbije može okarakterisati kao monopolska u ovoj oblasti. Ne zalazeći u procenturalni udeo koji kompanija ima na tržištu SWOT matrica, koja je dole predstavljena, jasno ukazuje na snagu kompanije.

Prikaz br. 3 – SWOT matrica kompanije IMLEK

S – Strengths (snage); ➤ Jedan od najvećih okupljivača sirovog mleka; ➤ Najširi spektar proizvoda iz oblasti prerade mleka i sireva ➤ Ostvarivanje zavidnog nivoa dobitka na duže period. ➤ Inostrano vlasništvo.	W – Weaknesses (slabosti); ➤ Veliki broj „malih“ kooperanata.
O – Opportunities (šanse i mogućnosti); ➤ Ukidanje tržišnih barijera sa Rusijom; ➤ Potpisan Sporazum o stabilizaciji pridruživanju sa Evropskom Unijom	T – Threats (opasnosti i pretnje). ➤ Društveno-politička dešavanja; ➤ Metodologija utvrđivanja monopolskog položaja od strane državnih institucija

4.2.3.4. ANALIZA POSLOVANJA

Naradne tabele su osnovna dokumenta na osnovu kojih se utvrđuje kvalitet poslovanja kompanije. Po definiciji bilans stanja i bilans uspeha su bazični dokumenti za bilo koja naredna ulaganja, proveru poslovanja. Služe i kao interni i kao eksterni dokumenti. Sve kompanije koje se kotiraju na berzi moraju imati tačne podatke za čiju istinitost odgovara ovlašćeni nezavisni revizor.

Tabela br. 17 – *Aktiva krajnjeg bilansa stanja Imlek-a za period 2009-2011.*

UKUPNA AKTIVA	16.324.432	17.733.537	16.449.737
Stalna imovina	10.598.989	10.301.826	9.545.439
- Neuplaćeni upisani kapital	0	0	0
- Goodwill	0	0	0
- Nematerijalna ulaganja	115.914	73.933	42.933
- Nekretnine postrojenja oprema i bioloska sredstva	7.193.316	6.968.121	6.675.695
- Nekretnine postrojenja i oprema	7.050.477	6.911.604	6.603.598
- Investicione nekretnine	0	0	0
- Biološka sredstva	142.839	56.517	72.097
- Dugoročni finansijski plasmani	3.289.759	3.259.772	2.826.811
- Učešća u kapitalu	3.074.242	2.754.229	2.528.873
- Ostali dugoročni finansijski plasmani	215.517	505.543	297.938
Obrtna imovina	5.697.579	7.394.561	6.885.373
- Zalihe	1.193.525	1.587.727	1.624.443
- Stalna sredstva namenjena prodaji i sredstva poslovanja koje se obustavlja	535	116.792	535
- Kratkoročna potraživanja, plasmani i gotovina	4.503.519	5.690.042	5.260.395
- Potraživanja	2.900.846	3.645.399	4.012.801
- Potraživanja za više plaćen porez na dobitak	0	0	0
- Kratkoročni finansijski plasmani	1.147.288	947.489	825.843
- Gotovinski ekvivalenti i gotovina	363.429	1.046.922	383.928
- Porez na dodatu vrednost i aktivna vremenska razgraničenja	91.956	50.232	37.823
- Odložena poreska sredstva	27.864	37.150	18.925
Poslovna imovina	16.324.432	17.733.537	16.449.737
Gubitak iznad visine kapitala	0	0	0
Vanbilansna aktiva	0	0	0

Izvor: www.imlek.rs

Tabela br 18 – *Pasiva krajnjih bilansa stanja IMLEK-a za period 2009-2011.*

UKUPNA PASIVA	16.324.432	17.733.537	16.449.737
Kapital	9.337.327	9.790.138	9.992.331
- Osnovni kapital	5.468.562	5.450.367	4.905.330
- Neuplaćeni upisani kapital	0	0	0
- Rezerve	1.658.124	1.658.124	1.718.364
- Revalorizacije rezerve	71.184	45.125	16.225
- Nerealizovani dobiti po osnovu hartija od vrednosti	5.423	7.144	1.595
- Nerealizovani gubici po osnovu hartija od vrednosti	269	219	326
- Neraspoređen dobitak	2.152.498	2.670.094	3.529.677
- Gubitak	0	0	0
- Otkupljene sopstvene akcije	18.195	40.497	178.534
Dugoročna rezervisanja i obaveze	6.987.105	7.943.399	6.457.406
- Dugoročna rezervisanja	34.371	34.371	159.940
- Dugoročne obaveze	2.565.175	2.689.638	1.616.426
- Dugoročni krediti	2.225.010	2.020.087	1.286.518
- Ostale dugoročne obaveze	340.165	669.551	329.908
- Kratkoročne obaveze	4.387.559	5.219.390	4.681.040
- Kratkoročne finansijske obaveze	1.334.811	2.485.635	2.390.853
- Obaveze po osnovu sredstava namenjenih prodaji i sredstava poslovanja koje se obustavlja	0	0	0
- Obaveze iz poslovanja	2.268.010	2.074.693	2.037.865
- Ostale kratkoročne obaveze	97.879	32.865	14.385
- Obaveze po osnovu poreza na dodatu vrednost i ostalih javnih prihoda i pasivna vremenska razgraničenja	676.260	549.584	206.325
- Obaveze po osnovu poreza na dobitak	10.599	76.613	31.612
Odložene poreske obaveze	0	0	0
Vanbilansna pasiva	0	0	0

Izvor: www.imlek.rs

Tabela br. 19 – Bilans uspeha IMLEK-a za period 2009-2011.

POSLOVNI PRIHODI	16.446.578	18.198.197	19.392.878
- Prihodi od prodaje	17.196.120	18.193.229	18.982.345
- Prihodi do aktiviranja učinaka	45.839	42.609	46.332
- Povećanje vrednosti zaliha učinaka	0	0	218.818
- Smanjenje vrednosti zaliha učinaka	832.441	69.774	0
- Ostali poslovni prihodi	37.060	32.133	145.383
POSLOVNI RASHODI	14.619.870	15.478.863	16.621.738
- Nabavna vrednost prodate robe	172.267	292.040	57.311
- Troškovi materijala	9.622.498	10.369.510	11.319.912
- Troškovi zarada i ostali lični rashodi	1.661.175	1.465.941	1.286.363
- Troškovi amortizacije i rezervisanja	734.839	788.095	932.044
- Ostali poslovni rashodi	2.429.091	2.563.277	3.026.108
POSLOVNI DOBITAK	1.826.708	2.719.334	2.771.140
POSLOVNI GUBITAK	0	0	0
Finansijski prihodi	388.279	616.666	1.005.286
Finansijski rashodi	764.923	970.371	996.984
Ostali prihodi	299.661	279.543	195.128
Ostali rashodi	809.528	1.367.408	857.655
DOBITAK IZ REDOVNOG POSLOVANJA PRE OPOREZIVANJA	940.197	1.277.764	2.116.915
GUBITAK IZ REDOVNOG POSLOVANJA PRE OPOREZIVANJA	0	0	0
Neto dobitak poslovanja koje se obustavlja	0	0	0
Neto gubitak poslovanja koje se obustavlja	0	0	0
DOBITAK PRE OPOREZIVANJA	940.197	1.277.764	2.116.915
GUBITAK PRE OPOREZIVANJA	0	0	0
Porez na dobitak	0	0	0
Poreski rashod perioda	59.893	131.515	152.168
Odloženi poreski rashod perioda	12.489	0	18.225
Odloženi poreski prihodi perioda	0	9.286	0
Isplaćena licna primanja poslodavcu	0	0	0
NETO DOBITAK	867.815	1.155.535	1.946.522

NETO GUBITAK	0	0	0
Neto dobitak koji pripada manjinskim ulagačima	0	0	0
Neto dobitak koji pripada vlasnicima matičnog pravnog lica	0	0	0
ZARADA PO AKCIJI	-	-	-
Osnovna zarada	95	128	219
Umanjena zarada po akciji	0	0	0

Izvor. www.imlek.rs

4.2.3.5. BERZANSKI POKAZATELJI

- **tržišna kapitalizacija** IMLEK-a na dan 03.01.2013. godine iznosila je:

$$8.741.010 \times 3.200 = 27.971.232.000$$

Kao i kod prethodno predstavljenih kompanija i tržišna kapitalizacija IMLEK se menja iz dana u dan. Na početku 2013. godine kao i cena akcija ima trend rasta.

- **P/B (*price to book ratio*)**

P/B = tržišna cena / knjigovodstvena vrednost akcije³³

$$P/B = 3.200 / 1.143$$

$$P/B = 2,80$$

- **EPS (*Earnings per Share* – zarada po akciji)**

EPS koeficijent se dobija stavljanjem u odnos neto dobiti i prosečnog broja akcija, tako dobijamo:

$$EPS = 1.946.522.000 / 8.741.010$$

$$EPS = 222,69$$

³³ Knjigovodstvena vrednost akcije dobija se kao odnos knjigovodstvene vrednosti akcijskog kapitala i broja emitovanih akcija.

➤ **P/E (*price/earnings* – cena/zarada po akciji).**

Ovaj koeficijent se prema izloženom računa kao odnos tržišne cene i zarade po akciji. Ukoliko je P/E visok to znači visoku zaradu u budućnosti.

$$P/E = 3.200 / 222,69$$

$$P/E = 14,37$$

4.2.4. MLEKARA SUBOTICA

Mlekara a.d. Subotica je osnovana 4. marta 1955. godine pod imenom samostalna privredna organizacija „Zadružna mlekara“. Kolektiv od dvadesetak ljudi, sa svega par mlekarskih kanti i jednom konjskom zapregom, imao je ambiciozan zadatak da snabdeva grad Suboticu mlekom i mlečnim proizvodima. Mlekara je tada raspolagala samo sa jednim parnim kotlom i jednim postrojenjem za led.

U 2003. godini završena je najveća investicija, koja je omogućila potpuno automatizovanu proizvodnju kiselo-mlečnih proizvoda koja se sastoji od nove opreme za standardizaciju mleka, pasterizaciju i homogenizaciju mleka i pavlake, proizvodnju kiselo-mlečnih proizvoda (jogurta, kiselog mleka, kisele pavlake, novih probiotskih i niskokaloričnih napitaka).

Zajedno sa investicionim fondom *Salford*, koji je od novembra 2003. većinski vlasnik Mlekare nastavlja se investiranje u nove tehnologije. Privatizacijom i dolaskom inostranog vlasnika povećan je otkup mleka na 60 miliona litara i istovremeno stavljen akcenat na razvoj porodičnih farmi kao prioritetnih kooperanata.

Od kako posluje u okviru sistema *Salford* uloženo je preko 25 miliona eva u primarnu proizvodnju, kontrolu prijema sirovog mleka (sopstvene farme), savremenu tehnologiju, rashladne uređaje, transport gotovih proizvoda. Pored toga, u nastojanju da isprati savremene trendove koji se primenjuju u prehrambenoj industriji ekonomski najrazvijenijih zemalja Evrope Mlekara je tokom poslednjih nekoliko godina intenzivno radila na uvođenju veoma zahtevnih međunarodnih standarda. Tako Mlekara sada poseduje sledeće sertifikate: ISO 9001:2000, HACCP, British Retail Consortium, HALAL, ISO 14001:2004, IFS V5.

4.2.4.1. STRUKTURA VLASNIŠTVA MLEKARE SUBOTICA

Kao i u prethodnim slučajevima vlasnička struktura predstaviće se na osnovu podataka iz Centralnog registra za hartije od vrednost. Mlekara je u potpunosti

privatizovana tako da društvenog kapitala nema u strukturi vlasništva, što pokazuje i naredna tabela.

Tabela br. 20 – Vlasnička struktura Mlekara Subotica

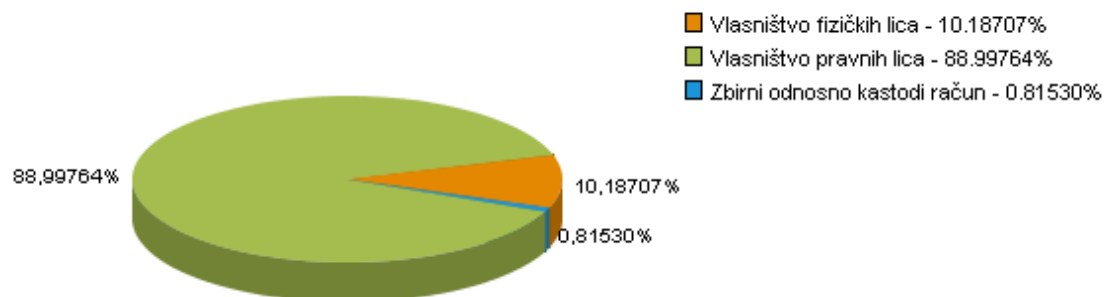
Akcije u vlasništvu fizičkih lica	235.367	10,18707
Akcije u vlasništvu pravnih lica	2.056.245	88,99764
Društveni kapital	0	0,00000
Zbirni odnosno kastodi račun	18.837	0,81530
Konzorcijum	0	0,00000
Ukupno:	2.310.449	100

Izvor:

<http://www.crhov.rs/?Opcija=1&odabraniemitentjmb=19A1CF78DAC305F9&isin=7BCAB201BEA673FFCADAC1D0>

Grafički prikazano vlasnička struktura ima sledeće delove „pite“:

Grafik br. 17 – Prikaz vlasničke strukture Mlekara Subotica



Izvor:

<http://www.crhov.rs/?Opcija=1&odabraniemitentjmb=19A1CF78DAC305F9&isin=7BCAB201BEA673FFCADAC1D0>

4.2.4.2. ISTORIJSKI PREGLED TRGOVANJA AKCIJAMA

Na osnovu berzanskog izveštaja za dan 03.01.2013. godine vidi se da je akcija na otvaranju berze bila 1.350 dinara. Prikaz dnevnih podataka za akcije čija je oznaka MLSU dat je u narednoj tabeli. Pošto se akcijama Mlekare na odabrani dan nije trgovalo, sa tom cenom će otpočeti i naredni trgovački dan. Jasno je uočljivo da promene u ceni akcije nije bilo, tako da se ta „vrednost“ označava sa „0“ (nulom).

Tabela br. 21 – Prikaz dnevnih podataka za dan 03.01.2013. godine

Cena	1.350
Promena	0,00% 0 RSD
Obim	0
Promet	0
Cena otvaranja	/
Najviša dnevna cena	/
Najniža dnevna cena	/
VWAP	/

Izvor: <http://www.belex.rs/trgovanje/hartija/dnevni/MLSU>

Istorijski posmatrano, akcije Mlekare a.d. Subotica nisu bile tako interesantne investitorima. Takva situacija javlja se zato što je vlasnik jedan od najvećih investicionih fondova koji poslove bazira upravo na prehrambenoj industriji. U narednoj tabeli predstavljena je najviša i najniža cena akcije Mlekare.

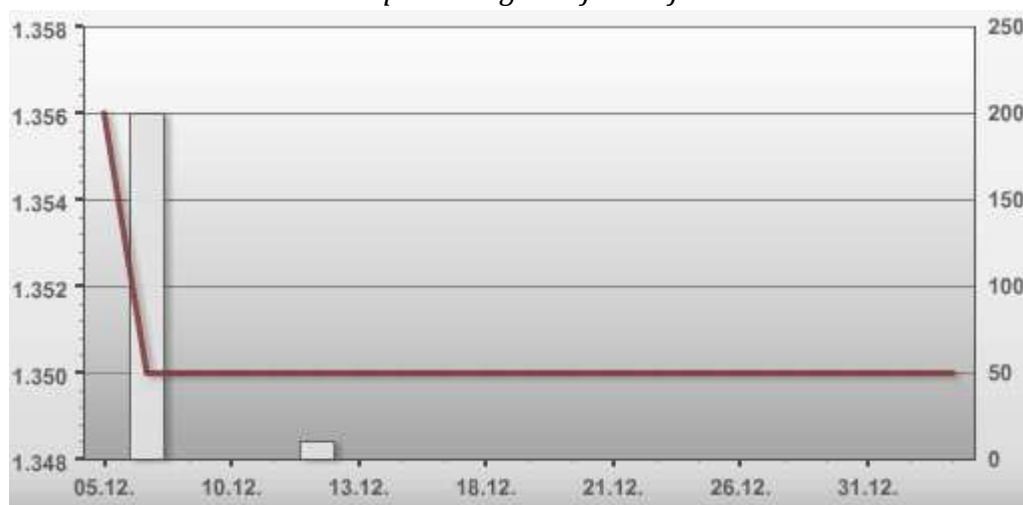
Tabela br. 22 – Prikaz najviše i najniže cene akcije

3.500	530
21.05.2007.	19.05.2004.

Izvor: <http://www.belex.rs/trgovanje/hartija/dnevni/MLSU>

Kada se u obzir uzme mesečno poslovanje, analiza pokazuje da se malo trgovalo akcijama Mlekare. Početkom decembra cena akcije je pala 1.350 dinara koliko se je zadržala do posmatranog dana. Samo se 06.12.2012. godine trgovalo akcijama Mlekare i to u obimu od 200 akcija.

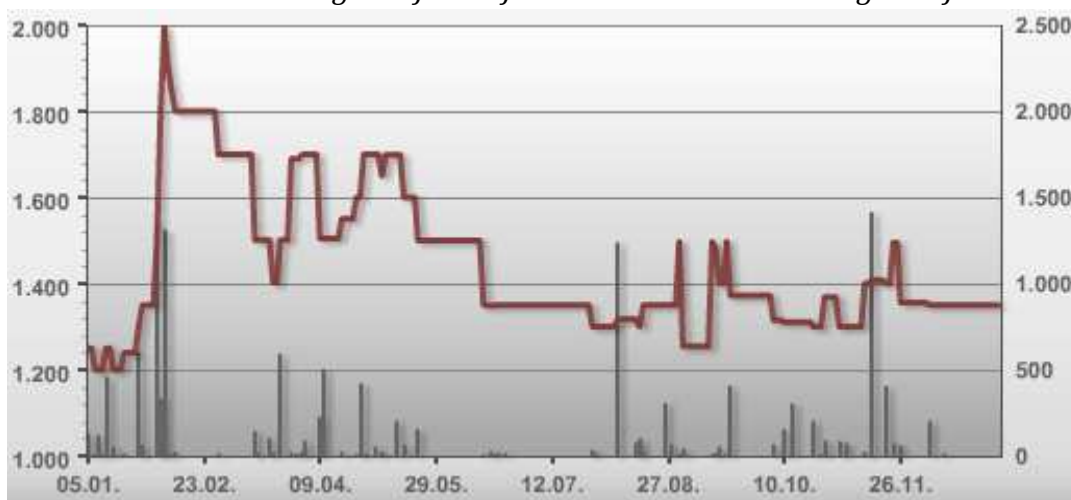
Grafik br. 18 – Mesečni prikaz trgovanja akcijama Mlekare Subotica



Izvor: <http://www.belex.rs/trgovanje/hartija/dnevni/MLSU>

Za razliku od neinteresantnog trgovačkog procesa akcijama Mlekare na mesečnom nivou, godišnji nivo odlikuje se odredjenim oscilacijama. Naime, najpre je 2012. godine cena akcije porasla na 2.000 dinara, da bi kasnije imala negativan trend. To se vidi iz grafikona br. 19.

Grafik br. 19 – Prikaz trgovanja akcijama Mlekare Subotica na godišnjem nivou

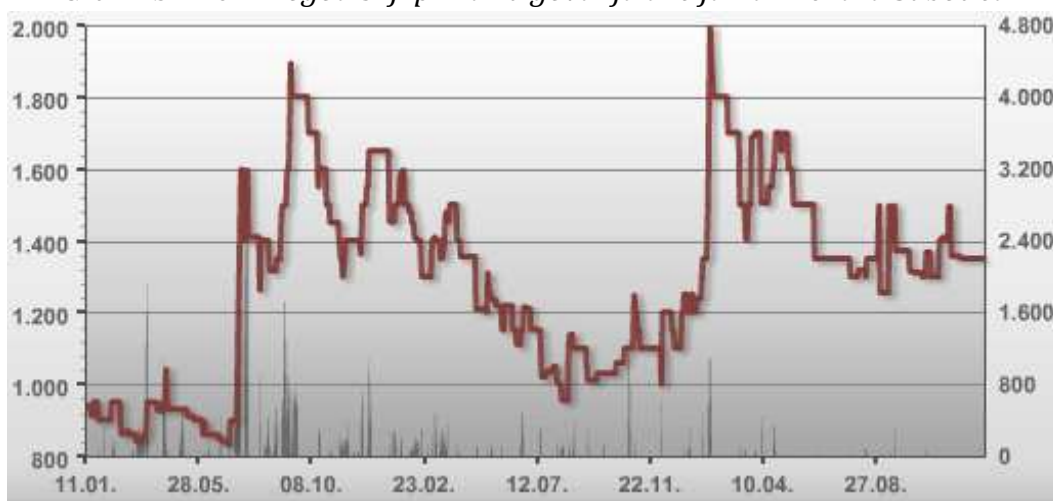


Izvor:

<http://www.belex.rs/trgovanje/hartija/dnevni/MLSU>

Na trogodišnjem nivou uočavaju se velike oscilacije u ceni akcije. Sve je to posledica društveno-političkih dešavanja. Kada je stanje u državi bilo stabilno cena je rasla i obrnuto. Jedan od razloga pada cena akcija je i najava državnih institucija da Mlekari dodele status potencijalnog monopoliste. Sve se to, kako je već rečeno odrazilo i na cenu akcije što se može videti u narednom grafiku.

Grafik br. 20 – Trogodišnji prikaz trgovanja akcijama Mlekara Subotica



Izvor: <http://www.belex.rs/trgovanje/hartija/dnevni/MLSU>

4.2.3.3. SWOT ANALIZA

Mlekara Subotica je klasičan primer kako se preduzeće, bez obzira u kojoj delatnosti posluje, nakon privatizacije postaje uspešno i utiče na razvoj privrede regiona na kome posluje. Na tržištu Srbije proizvodi Mlekare nisu zastupljeni kao IMLEK-ovi jedino iz razloga prostorne udaljenosti. Ali kako se u Srbije sve veći značaj daje trgovinskim lancima u budućnosti se pretpostavlja da će se ova situacija znatno izmeniti.

Prikaz br. 4 – SWOT matrica kompanije IMLEK

S – Strengths (snage); ➤ Najveći otkuplivač mleka na teritoriji Vojvodine; ➤ Inostrano vlasništvo; ➤ Posedovanje brojnih međunarodnih sertifikata iz oblasti prerade mleka i hrane.	W – Weaknesses (slabosti); ➤ Geografska pozicija.
O – Opportunities (šanse i mogućnosti); ➤ Saradnja sa velikim trgovinskim lancima širom zemlje; ➤ Ukidanje tržišnih barijera sa Rusijom i Evropskom Unijom;	T – Threats (opasnosti i pretnje). ➤ Društveno-političke krize koje sve više imaju mesečni karakter; ➤ Nagle promene deviznog kursa.

4.2.4.4. ANALIZA POSLOVANJA

Kao i slučaju prethodnih tri kompanija analiza poslovanja izvršiće se uz pomoć podataka iz bilansa stanja i bilansa uspeha.

Tabela br. 23 – *Akiva krajnjih bilansa stanja Mlekare Subotiza za period 2009-2011.*

UKUPNA AKTIVA	3.760.446	3.666.387	3.851.161
Stalna imovina	2.622.218	2.661.654	2.583.277
- Neuplaćeni upisani kapital	0	0	0
- Goodwill	0	0	0
- Nematerijalna ulaganja	6.001	5.334	6.927
- Nekretnine postrojenja oprema i bioloska sredstva	2.263.912	2.262.594	2.188.305
- Nekretnine postrojenja i oprema	2.263.912	2.262.594	2.188.305
- Investicione nekretnine	0	0	0
- Biološka sredstva	0	0	0
- Dugoročni finansijski plasmani	352.305	393.726	388.045
- Učešća u kapitalu	271.518	32.445	31.791
- Ostali dugoročni finansijski plasmani	80.787	361.281	356.254
Obrtna imovina	1.077.184	938.489	1.222.301
- Zalihe	244.531	199.618	317.783
- Stalna sredstva namenjena prodaji i sredstva poslovanja koje se obustavlja	1.822	0	0
- Kratkoročna potraživanja, plasmani i gotovina	830.831	738.871	904.518
- Potraživanja	707.403	660.149	794.035
- Potraživanja za više plaćen porez na dobitak	17.066	7.564	0
- Kratkoročni finansijski plasmani	170	5.548	6.663
- Gotovinski ekvivalenti i gotovina	99.413	41.878	82.799
- Porez na dodatu vrednost i aktivna vremenska razgraničenja	6.779	23.732	21.021
- Odložena poreska sredstva	61.044	66.244	45.583
Poslovna imovina	3.760.446	3.666.387	3.851.161
Gubitak iznad visine kapitala	0	0	0
Vanbilansna aktiva	0	0	0

Izvor:

<http://www.belex.rs/trgovanje/informator/MLSU>

Tabela br. 24 – *Pasiva krajnjih bilansa stanja Mlekare Subotica za period 2009-2011.*

UKUPNA PASIVA	3.760.446	3.666.387	3.851.161
Kapital	2.662.251	2.586.255	2.808.220
- Osnovni kapital	1.155.224	1.155.224	1.155.224
- Neuplaćeni upisani kapital	0	0	0
- Rezerve	212.400	212.400	200.400
- Revalorizacione rezerve	720	137	137
- Nerealizovani dobiti po osnovu hartija od vrednosti	0	0	0
- Nerealizovani gubici po osnovu hartija od vrednosti	0	519	1.173
- Nerasporedjen dobitak	1.293.907	1.219.013	1.463.632
- Gubitak	0	0	0
- Otkupljene sopstvene akcije	0	0	10.000
Dugoročna rezervisanja i obaveze	1.082.082	1.061.471	1.042.941
- Dugoročna rezervisanja	0	0	0
- Dugoročne obaveze	320.473	286.133	110.167
- Dugoročni krediti	313.378	230.141	78.046
- Ostale dugoročne obaveze	7.095	55.992	32.121
- Kratkoročne obaveze	761.609	775.338	932.774
- Kratkoročne finansijske obaveze	342.697	346.714	456.308
- Obaveze po osnovu sredstava namenjenih prodaji i sredstava poslovanja koje se obustavlja	0	0	0
- Obaveze iz poslovanja	354.091	296.228	389.540
- Ostale kratkoročne obaveze	36.374	34.726	34.437
- Obaveze po osnovu poreza na dodatu vrednost i ostalih javnih prihoda i pasivna vremenska razgraničenja	26.213	96.858	45.969
- Obaveze po osnovu poreza na dobitak	2.234	812	6.520
Odložene poreske obaveze	16.113	18.661	0
Vanbilansna pasiva	0	0	0

Izvor:

<http://www.belex.rs/trgovanje/informator/MLSU>

Tabela br. 25- *Bilans uspeha Mlekare Subotica
za period 2009-2011.godine u 000 dinara*

POSLOVNI PRIHODI	3.370.344	3.306.531	3.648.427
- Prihodi od prodaje	3.522.346	3.339.649	3.561.494
- Prihodi do aktiviranja učinaka	0	2.500	16.199
- Povećanje vrednosti zaliha učinaka	0	0	68.593
- Smanjenje vrednosti zaliha učinaka	152.907	36.546	0
- Ostali poslovni prihodi	905	928	2.141
POSLOVNI RASHODI	2.885.998	2.915.025	3.340.811
- Nabavna vrednost prodate robe	44.709	72.052	34.718
- Troškovi materijala	1.973.859	1.972.705	2.388.945
- Troškovi zarada i ostali lični rashodi	420.483	455.945	423.121
- Troškovi amortizacije i rezervisanja	148.712	167.828	174.420
- Ostali poslovni rashodi	298.235	246.495	319.607
POSLOVNI DOBITAK	484.346	391.506	307.616
POSLOVNI GUBITAK	0	0	0
Finansijski prihodi	71.683	41.502	101.616
Finansijski rashodi	114.127	191.494	119.724
Ostali prihodi	32.567	43.849	54.560
Ostali rashodi	210.758	241.119	85.533
DOBITAK IZ REDOVNOG POSLOVANJA PRE OPOREZIVANJA	263.711	44.244	258.535
GUBITAK IZ REDOVNOG POSLOVANJA PRE OPOREZIVANJA	0	0	0
Neto dobitak poslovanja koje se obustavlja	0	0	0
Neto gubitak poslovanja koje se obustavlja	0	0	0
DOBITAK PRE OPOREZIVANJA	263.711	44.244	258.535
GUBITAK PRE OPOREZIVANJA	0	0	0
Porez na dobitak	0	0	0
Poreski rashod perioda	9.746	5.027	11.915
Odloženi poreski rashod perioda	0	0	2.001
Odloženi poreski prihodi perioda	6.875	2.652	0
Isplaćena licna primanja poslodavcu	0	0	0
NETO DOBITAK	260.840	41.869	244.619

NETO GUBITAK	0	0	0
Neto dobitak koji pripada manjinskim ulagačima	0	0	0
Neto dobitak koji pripada vlasnicima matičnog pravnog lica	0	0	0
ZARADA PO AKCIJI	-	-	-
Osnovna zarada	113	18	106
Umanjena zarada po akciji	113	18	106

Izvor:

<http://www.belex.rs/trgovanje/informator/MLSU>

4.2.4.5. BERZANSKI POKAZATELJI

- **tržišna kapitalizacija** Mlekare a.d. Subotica na dan 03.01.2013. godine iznosila je:

$$2.310.449 \times 1.350 = 3.119.106.150$$

Mala je verovatnoća da će se tržišna kapitalizacija Mlekare u skorašnjem vremenu drastično smanjiti odnosno povećati.

- **P/B (*price to book ratio*)**

P/B= tržišna cena / knjigovodstvena vrednost akcije³⁴

$$P/B = 1.350 / 1.215$$

$$P/B = 1,1$$

- **EPS (*Earnings per Share* – zarada po akciji)**

EPS koeficijent se dobija stavljanjem u odnos neto dobiti i prosečnog broja akcija, tako dobijamo:

$$EPS = 244.619.000 / 2.310.449$$

$$EPS = 105,87$$

³⁴ Knjigovodstvena vrednost akcije dobija se kao odnos knjigovodstvene vrednosti akcijskog kapitala i broja emitovanih akcija.

➤ **P/E (*price/earnings* – cena/zarada po akciji).**

Ovaj koeficijent se prema izloženom računa kao odnos tržišne cene i zarade po akciji. Ukoliko je P/E visok to znači visoku zaradu u budućnosti.

$$P/E = 1.350 / 105,87$$

$$P/E = 12,75$$

4.3. ZNAČAJ PRERADJIVAČKE INDUSTRIJE ZA PRIVREDU SRBIJE

Preradivačka industrija ili Sektor C privrede Srbije je najzastupljeniji sektor u ukupnom udelu privrede. Kada je reč o kompanijama koje su se uključile u poslovanje finansijskog tržišta treba naglasiti da je u pitanju preko 300 kompanija. Među njima su i obradjene četiri kompanije u radu. Između ostalog Alfa plam i Imlek su u sastavu indeksne korpe Belex 15, kao kompanije koje imaju najbolje likvidnosne performanse na finansijskom tržištu.

Pored značaja za finansijska tržišta, preradivačka industrija ima veliki značaj i za ostale privredne i društvene performanse. Zapošljavanje velikog broja radnika, ostvarivanje učešća u izvozu, proces industrijalizacije odnosno reindustrijalizacije i brojni drugi koji su međusobno povezani i uslovljeni. Smanjenje jedne od ovih performansi značajno utiče na kompletna društvena dešavanja samim tim i na finansijska tržišta. U ovom delu rada predstaviće se društveni značaj koji Sektor C ima za Srbiju.

4.3.1. INDUSTRIJSKA PROIZVODNJA U SRBIJI

Veliki je broj kritičara koji veoma često naglašavaju stav kako se u Srbiji ništa ne proizvodi. Kao kontradiktornost javlja se situacija da pri istoj takvoj situaciji pri diplomatsko-konzularnim predstavništvima postoje ekonomski diplomate čiji je osnovni zadatak pronalaženje novih (inostranih) tržišta za proizvode iz Srbije. Proces globalizacije i tehničko-tehnološka revolucija učinili su da je svet postane jedinstveno tržište gde se uloga nacionalnih granica minimizira, a sve se može ugovoriti i dogovoriti „čarobnim klikom“. Strani partneri veoma dobro znaju šta se proizvodi u Srbiji, koja proizvodnja može biti profitabilna i isplativa (makar za njih), a koje proizvode vredi uvoziti kao gotove.

Prema analizama i predviđanjima, a na osnovu podataka kojima raspolaže Republički zavod za statistiku kao najkompetentnija institucija procenjuje se da je

industrijska proizvodnja u 2012. godini manja za čak 10,6% nego 2008. godine.³⁵ Značajno povećanje proizvodnje zabeležen je u proizvodnji odnosno vadjanju sirove nafte i prirodnog gasa. Ovo povećanje, koje je preko 10,5 %, ovaj sektor najviše duguje Gasrpm-u koji je postao većinski vlasnik u NIS-u.

Na osnovu podataka koji su dostupni RZS-u nivo industrijske proizvodnje u septembru 2012. godine je bio za 6,8% manji nego u istom mesecu 2001. godine. Takvoj situaciji najviše je doprinelo smanjivanje proizvodnje u oblasti rudarstva za čak 11,4%, električne energije za 8,7% i preradivačke industrije za 5,9%.

U periodu od prvih devet meseci 2012. godine 14 oblasti iz preradivačke industrije imalo je rast, a 10 oblasti pad u odnosu na 2011. godinu. Međutim, kada bi se uporedili podaci sa pretkriznom 2008. godinom³⁶ u prvih 9 meseci zabeležen je pad u preradivačkoj industriji od 15,7%. U odnosu na kriznu 2009. godinu vrednost preradivačke industrije u 2012. godini je povećana za svega 0,1%

Zbog reklasifikacije koju je izvršio Republički zavod za statistiku u oblastima mašinske i elektro industrije, podatke iz 2012. godine učinilo je neuporedivim sa podacima iz ranijih godina.

Najveći pad nivoa proizvodnje imali su proizvodnja osnovnih metala. Ostvareni pad u ovoj oblasti iznosi je čak 53,5%, zatim sledi proizvodnja nameštaja čiji pad ukupne proizvodnje iznosi 47,1%, prerada i proizvodi od plute i drveta 43,5%, proizvodnja motornih vozila opala je za 42,2%, dok je proizvodnja odevnih predmeta 39,9%.³⁷

4.3.2. ZAPOSLENOST U PRERADIVAČKOJ INDUSTRIJI

Preradivačka industrija je najzastupljenija u privrednim delatnostima. Postoje različita shvatanja i mišljenja da li primarni sektor treba uključiti u preradivačku industriju. Ipak kada se uzme u obzir proizvodna delatnost i primarni sektor proširi koncept preradivačke industrije onda se dolazi do zaključka da veliki broj zaposlenih radi upravo u ovoj oblasti.

Od septembra 2008. godine kada je kriza počela sistematično da se širi i na srpsku privredu, pa sve do druge polovine 2012. godine broj zaposlenih lica u Srbiji smanjen je za 261.540. Najveće smanjivanje broja zaposlenih imali su preduzetnički sektor, za 166.556 lica, i primarni i sekundarni sektor, za 91.184

³⁵ Prema: <http://www.makroekonomija.org/industrija/sta-se-proizvodi-u-srbiji/> Detaljnije o svakoj pojedinačnoj proizvodnji na zvaničnoj internet prezentacije Republičkog zavoda za statistiku Srbije: www.stat.gov.rs

³⁶ Srbija 2008. godine nije bila na udaru krize. Tek 2009. godine Srbija je osetila posledicu krize, kao i većina zemalja u razvoju.

³⁷ Detaljnije na: www.stat.gov.rs

lica. Od izbijanja svetske ekonomske krize, dok se smanjivao broj zaposlenih u proizvodnji (kako u primarnom tako i u sekundarnom sektoru) i preduzetnika, istovremeno je rastao broj penzionera i nezaposlenih. Na primer, krajem 2008. godine na 100 zaposlenih Srbija je imala 82 penzionera i 36 nezaposlena, a krajem 2012. godine imala 98 penzionera i 45 nezaposlena. Tako se broj zaposlenih smanjivao dok je istovremeno rastao među penzionerima, nezaposlenima, ali i ostalim kategorijama izdržavanih lica. To je dovelo do još većeg kvarenja ionako loše situacije i odnosa radnog, nezaposlenog i izdržavanog stanovništva.

Prema poslednjem zvaničnom popisu Srbija je na imala približno 7,12 miliona stanovnika. Sredinom prve polovine 2012. godine u Srbiji je bilo 1,73 milion zaposlenih, 1,69 hiljada penzionera, ali i 770 hiljada nezaposlenih. Ove tri kategorije stanovništva učestvovali su sa 59% u ukupnom stanovništvu. Da bi se dobio ukupan broj stanovnika ovim podacima treba dodati stanovništvo do 18 godina, zatim neaktivne zaposlene koji prema nezvaničnim podacima ima oko 2 miliona kao i članove poljoprivrednih domaćinstava.

Prehrambena industrija koja je deo preradivačke industrije i u okviru koje se nalaze i kompanije koje su analizirane (IMLEK i Mlekara Subotica) je najvažnija oblast preradivačke industrije Srbije. Ona ostvaruje oko 30% ukupnih poslovnih prihoda i dobiti sektora preradivačke industrije. 4.753 kompanije koliko broji ovaj deo preradivačke industrije, zapošljava oko 66 000 radnika što čini 20% svih zaposlenih u preradivačkoj industriji. U ukupnom izvozu preradivačke industrije prehrambena učestvuje sa oko 15,5%.³⁸ Kada se posmatra zajedno sa primarnom poljoprivrednom proizvodnjom kako ga veliki broj teoretičara i posmatra, onda je agroindustrijski sektor bez premca po ulozi i značaju u privredi zemlje, pre svega zbog poljoprivrednog zemljišta i drugih potencijala kojima raspolaže srpska poljoprivreda.

Kada se uporede podaci o kretanju proizvodnje, zaposlenih i uopšte generalnom poslovanju prehrambene industrije podaci se znatno razlikuju od ukupne preradivačke industrije. Vremenske prilike koje su od velikog značaja za prehrambenu industriju nisu išle na ruku proizvodjačima, pa je zbog i rast cena proizvoda iz ove industrije bio opravdan.

Najveći broja grana i grupacija beležio je stalni rast izvoza i suficita u spoljnotrgovinskoj razmeni. Izvoz proizvoda prehrambene industrije u 2011. godini iznosio je više od 1,1 milijardu evra, a pozitivan saldo razmene iznosio je oko 556 miliona evra, što znači da uvoz čini samo 50% uvoza. Na domaćem tržištu osnovnih prehrambenih proizvoda nema dovoljno konkurencije, pa je nivo cena u odnosu na kupovnu moć veoma visok.³⁹

³⁸ Kovačević I., *Prehrambena industrija Srbije*, Pregled-Republika Srbija, br. 3, 2012.

³⁹ Isto.

ZAKLJUČAK

Uloga i značaj berze je da se obezbede ravnopravni uslovi za susretanje ponude i tražnje za određenom akcijom, te da se utvrdi njena objektivna cena. Berzanski posrednici – brokeri trguju standardizovanim tržišnim materijalom – hartijama od vrednosti, po unapred poznatim pravilima, a sve praćeno standardizovanom dokumentacijom.

Berza je specifičan oblik veoma organizovanog tržišta na kome se obavlja promet robe, novca, deviza i kapitala izraženih u hartijama od vrednosti (finansijskim instrumentima). To je mesto na kome se okupljaju posebno ovlašćeni učesnici koji povezuju suficitarne subjekte to jest kupce finansijskih instrumenata sa njihovim prodavcima.

U radu su predstavljene po dve kompanije iz različitih delatnosti preradjivačke industrije. Radi se o kompanijama iz oblasti proizvodnje peći za domaćinstva (električne i neelektrične proizvode) Alfa plam iz Vranja i Milan Blagojević iz Smedereva. IMLEK i Mlekara Subotica su druge dve kompanije koje su obuhvaćene analizom. Delatnost IMLEK-a i Mlekare Subotica je prerada mleka i proizvodnja sireva.

Medjusobnom, komparativnom analizom koja je predstavljena u radu može se zaključiti da su kompanije Alfa plam i IMLEK daleko ispred svojih konkurenata. Zbog svog položaja na domaćem, ali i inostranom tržištu ove dve kompanije svrstane su u indeksnu korpu Belex 15 kao akcije sa najvećom likvidnošću na finansijskom tržištu Srbije.

Istorijski posmatrano sve akcije su imale trendove rasta i pada cena. Najizraženiji pad imale su akcije Alfa plam iz Vranja. U jednom trenutku akcija ove kompanije vredela je čak 41.900 dinara što je za naše uslove visoka cena. To je period kada su mali akcionari prodavali svoje pakete akcija uglavnom stranom kupcu. Zbog visokog dobitka strani investitori su i danas zainteresovani za ovu kompaniju. Takva situacija nije i sa kompanijom Milan Blagojević iz Smedereva. Odnos cena akcija ovih dveju kompanija je daleko u korist preduzeća iz Vranja.

Kada je reč o IMLEK-u i Mlekari Subotica treba naglasiti da je većinski vlasnik u obe mlekare *Danube foods group*, pa zato pojedini istraživački govore da je prerada mleka i sireva u Srbiji monopolizovana i da bilo koja komparacija ovih kompanija ustvari nema smisla. Ipak, na osnovu berzanskih pokazatelja kao i rezultata poslovanja IMLEK ima bolje performanse u odnosu na Mlekaru.

Sa listiranjem velikih javnih preduzeća na beogradskoj berzi ista je dobila na likvidnosti i značaju u međunarodnim odnosima. Ukoliko se želi dalje razvijanje Beogradske berze i privlačenje velikih „igrača“ Srbija bi morala da u potpunosti

dovrši proces privatizacije velikih javnih preduzeća i listiranje istih što bi trebalo da za posledicu ima podizanje likvidnost Beogradske berze, kao što je to bio slučaj sa listiranjem akcija NIS-a i Aerodroma „Nikola Tesla“.

Vodeći se inostranim iskustvima, ali i praktičnim istraživanjima u Srbiji može se zaključiti da je prehrambena industrija stalno u planovima velikih investitora, bilo da je reč o bankama, investicionim fondovima ili kompanija iz iste ili slične oblasti poslovanja. Najveći broj značajnih kompanija u prehrambenoj industriji koji danas posluju u Srbiji su u sastavu koncerna i konglomerata iz regiona ili je pod kontrolom inostranih investicionih fondova. Tako je na primer Mlekara a.d. Subotica u većinskom vlasništvu investicionog fonda *Salford*. U oblasti prehrambene industrije konkrentno u preradi mleka i proizvodnji sireva u Srbiji posluju i porodične kompanije. Većina njih je pod stalnim pritiskom dve najveće mlekare koje su obradjene u radu.

Prehrambena industrija u Srbiji ima veliki razvojni potencijal. Analiza poslovanja samo dve kompanije iz ove oblasti ukazuje na to da se proizvodnja može povećati odnosno da će imati tržišnu opravdanost. I pored toga što cena akcije oscilira na domaćem finansijskom tržištu ulaganje u hartije od vrednosti ovih kompanija ima potpuno opravdanje. Sve analize relevantnih evropskih i svetskih institucija ukazuju na to da prehrambena industrija u Srbiji nije dovoljno razvijena. Imlek je prva kompanija koja je probila barijere nacionalnog tržišta i svoje proizvode plasirala na tržišta nekadašnjih država SFR Jugoslavije.

Na osnovu svega, lako se može zaključiti da finansijsko tržište u Srbiji u velikoj meri zavisi od društveno-političkih kretanja. Ukoliko društveno-politička situacija bude stabilna, a to podrazumeva da Vlada Srbije ostvari svoj puni mandat, da se porezi ne povećavaju, da dodje do smanjenja broja nezaposlenih, može se očekivati rast cena akcija jer preradivačka industrija i te kako ima perspektivu na srpskom tržištu.

LITERATURA

1. Vignjević-Djordević N., *Berzansko poslovanje za menadžere*, Europress, Beograd, 2008.
2. Grubišić Z., *Osnovi finansijskih tržišta*, Univerzitet „Braća Karić“, Fakultet za trgovinu i bankarstvo, Beograd, 2008.
3. David S. Kidwell, Richard L. Peterson, David W. Blackwell, *Financial Institutions, Markets and Money*, The Dryden Press, Harcourt College Publishers, USA, 2000.
4. Erić D., *Finansijska tržišta i instrumenti*, Čigoja štampa, Beograd, 2003.
5. Živković A., Erić D., Bojović P. & Pavlović Dj., *Uvod u finansijski menadžment*, Čigoja štampa, Beograd, 2005.
6. Jednak J., *Finansijska tržišta*, Beogradska poslovna škola, Beograd, 2009.
7. Jeremić Z., *Finansijska tržišta*, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2009.
8. Kovačević I., *Prehrambena industrija Srbije*, Pregled-Republika Srbija, br. 3, 2012.
9. Krstić B., *Bankarstvo*, Prosveta, Niš, 1996.
10. Кулић М., *Финансијска тржишта*, треће измењено и допуњено издање, Мегатренд Универзитет, Београд, 2007.
11. Pušara K., *Medjunarodne finansije – finansijski menadžment*, Univerzitet Braća Karić, Beograd, 2004.
12. Miljević M., *Metodologija naučnog rada*, Filozofski fakultet Univerzitet u Istočnom Sarajevu, Pale, 2007.
13. Simić S., *Uticaj listiranja velikih javnih kompanija na nivo likvidnosti tržišta akcija u Republici Srbiji*, Škola biznisa, br. 3/2011.
14. Dželetović M., *Finansijska tržišta i instrumenti*, monografija u izdanju autora, Beograd, 2008.
15. www.belex.rs
16. www.alfaplam.rs
17. www.crhov.co.rs
18. www.makroekonomija.org
19. www.stat.gov.rs
20. www.imlek.rs
21. www.mlekara.rs
22. www.mbl.rs