



UNIVERZITET SINGIDUNUM

POSLOVNI FAKULTET

Studijski program: Poslovna ekonomija

**ANALIZA FINANSIJSKIH
IZVEŠTAJA KOMPANIJA ZA
PROIZVODNJU NEELEKTRIČNIH
APARATA ZA DOMAĆINSTVA**

- Diplomski rad -

Mentor:

Prof. dr Nemanja Stanišić

Student:

NikolaMedić

Br. indeksa: 120543/2010

Beograd, 2013.



POSLOVNI FAKULTET

UNIVERZITET SINGIDUNUM

POSLOVNI FAKULTET- DEPARTMAN ZA POSLOVNU EKONOMIJU

Beograd, Danijelova 32

Kandidat: Nikola Medić

Broj indeksa: 120543/2010

Smer: Poslovna ekonomija

Tema: Analiza finansijskih izveštaja kompanija za proizvodnju neelektričnih uređaja za domaćinstva

Zadatak: Sprovesti finansijsku analizu izveštaja i staviti je u kontekst grane industrije, a zatim i domaćeg i svetskog tržišta proizvođača grejnih sistema.

Datum odobrenja rada:
Beograd, ____ . ____ . ____ .

MENTOR

Prof. dr Nemanja Stanišić

DEKAN

Prof. dr Danijel Cvjetičanin

ANALIZA FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA KOMPANIJA ZA PROIZVODNJU NEELEKTRIČNIH APARATA ZA DOMAĆINSTVA

Sažetak: Cilj ovog diplomskog rada je analiza poslovanja domaćih kompanija koje se bave proizvodnjom neelektričnih uređaja za domaćinstva. Prvo će biti sagledano trenutno stanje svetskog tržišta obnovljivih energenata i mogućnosti za njegov razvoj. Zatim će biti predstavljeno poslovanje domaćih kompanija koje se bave proizvodnjom peći i grejnih sistema za domaćinstva i izvršena analiza njihovih finansijskih izveštaja. Na kraju rada će biti iznet vrednosni sud vezan za poslovanje kompanija i njihovu tržišnu poziciju. Jedina svrha obračuna na konkretnim primerima je približavanje procesa analize finansijskih izveštaja potencijalnim čitaocima, a ne davanje saveta koje treba koristiti prilikom donošenja finansijskih odluka.

Ključne reči: Analiza finansijskih izveštaja, proizvodnja neelektričnih uređaja, tržišni pokazatelji, racio analiza.

SADRŽAJ

1	Uvod.....	- 3 -
2	Drva u Srbiji	- 4 -
3	Pelet u Srbiji.....	- 6 -
4	Tržište peći i kotlova na čvrsta goriva	- 7 -
5	Alfa plam Vranje	- 7 -
5.1	Osnovni pokazatelji poslovanja Alfa-plam	- 9 -
5.2	Zaduženost alfa plama	- 10 -
5.3	Likvidnost Alfa plama	- 11 -
5.4	Profitabilnost Alfa plama	- 13 -
5.5	Periodi konverzije.....	- 15 -
5.6	Kreditna analiza Alfa plama	- 17 -
5.7	Tržišno-knjigovodstveni pokazatelji	- 19 -
5.8	Finansijski izveštaji Alfa plam a.d. za 2012. godinu – deo koji je korišćen u primeru analize	- 21 -
6	Milan Blagojević Smederevo	- 23 -
6.1	Osnovni pokazatelji kompanije MBS.....	- 24 -
6.2	Zaduženost kompanije MBS	- 25 -
6.3	Likvidnost kompanije MBS.....	- 25 -
6.4	Profitabilnost kompanije MBS	- 25 -
6.5	Periodi konverzije MBS	- 25 -
6.6	Kreditna analiza MBS	- 26 -
6.7	Tržišno knjigovodstveni pokazatelji MBS	- 26 -
6.8	Finansijski izveštaji MBS za 2012. godinu – deo koji je korišćen u primeru analize	- 29 -
7	Tim sistem Stara Pazova.....	- 31 -
7.1	Osnovni pokazatelji Tim sistema	- 32 -

7.2	Zaduženost Tim sistema	- 32 -
7.3	Likvidnost Tim sistema	- 32 -
7.4	Profitabilnost Tim sistema.....	- 32 -
7.5	Periodi konverzije Tim sistema	- 33 -
7.6	Kreditna analiza Tim sistema	- 33 -
7.7	Finansijski izveštaji Tim sistema za 2012. godinu – deo koji je korišćen u primeru analize	- 33 -
8	Zaključak.....	- 36 -
9	Literatura	- 37 -

1 Uvod

Upotreba drveta za ogrev se smatra zastarelom praksom, ali u savremenom svetu i njegovim tendencijama za ozelenjavanje planete došlo je do paradoksa. Drvo se smatra prvim izvorom energije za čoveka, a i danas predstavlja jedan od najvećih obnovljivih izvora, čineći 9% ukupne potrošnje energenata na planeti.

Obnovljivi izvori energije mogli bi pokriti današnje svetske energetske potrebe čak 3078 puta. Trenutna tehnička dostupnost obnovljive energije nije velika, ali još uvek može pružiti 6 puta više energije nego što se danas u svetu potroši, i tako u nedogled, pošto se izvori energije prirodno obnavljaju.

Poslednja inicijativa Evropske unije je da se do 2020. godine 20% električne energije pravi iz obnovljivih izvora, a da bi se dati cilj dostigao drvo je proglašeno obnovljivim izvorom energije koji nije štetan za planetu. Računica koja je predstavljena je prosta. Ugljen-dioksid koji se emituje u atmosferu spaljivanjem drveća u elektranama ili domovima, apsorbuju šume koje su zasađene u procesu seče, što drvo kao energent čini neutralnim po prirodu i ozonski omotač.

Prema poslednjim istraživanjima energija dobijena iz drveta čini 3% celokupnog primarnog snabdevanja energijom, i 47% procenata snabdevanja obnovljivom energijom na teritoriji koje pokrivaju Ujedinjene nacije, što potvrđuje njegovu poziciju vodećeg izvora obnovljive energije. Drvo pokriva skoro 20% celokupne tražnje za energijom Švedske, Finske i Estonije, i predstavlja više od pola obnovljivih izvora koji se koriste u nordijskim i baltičkim zemljama, kao i u Srbiji i Češkoj Republici. Oko 44% celokupnog posečenog drveta se koristi kao izvor energije, a ostatak se koristi u građevini, za izradu nameštaja i u druge svrhe. Uprkos povećanoj potrošnji drveta, pošumljene površine u regionu su se povećale, kako po površini, tako i po gustini stabala (Europe, 2013).

Prema istraživanju Ekonomske komisije za Evropu(UNECE), bilo je moguće da se identifikuju trendovi u potrošnji drveta za potpalu, tako što je izolovana podgrupa od trinaest zemalja koje su poslale odgovore na sve godišnje upitnike (Austrija, Kipar, Finska, Francuska, Nemačka, Irska, Luksemburg, Srbija, Slovačka, Slovenija, Švedska, Švajcarska, Velika Britanija). Između 2007. i 2011. godine količina drveta koja se koristi za potrebe pravljenja energije, u okviru ove grupe zemalja je porasla sa 207 na 243 miliona metara kubnih, što predstavlja godišnji rast od 4%. Udeo drveta u primarnoj proizvodnji energije je neznatno porastao sa 4.3% na 5.4%, a udeo u obnovljivim izvorima energije je povećan sa 49.8% na 51.4% (UNECE).

Jedan od primera prelaska na drugu tehnologiju je i elektrana Drax, jedna od najvećih u Britaniji, koja je objavila da će četiri od svojih šest peći konvertovati da koriste drvo kao gorivo što će im omogućiti da generišu 12.5 teravat-časa električne energije godišnje. Ova energija će biti subvencionisana sa dodatnih 68 dolara po megavat času koji će biti plaćeni na već postojeću cenu po megavatu. Po nekim proračunima to bi moglo da dovede do priliva od 550 miliona dolara godišnje u subvencijama za biomasu, što daleko prevazilazi Drax-ov profit pre oporezivanja iz 2012. (Wikipedia, 2013).

Ovakve veoma proste računice su dovele do toga da uvoz drveta u Evropsku uniju poraste za 50 procenata samo 2010-te godine, a svetska tražnja bi do 2020-te mogla da se upetostruči sa prosečnih 12 metara tražnje na 60 metara tražnje za drvetom što utiče na cenu energenta (Europe, 2013).

Cela industrija se zahuktava i pametan novac se investira, a početne premise na kojima je ekspanzija zasnovana nisu najtačnije. Naučnici su dokazali da spaljivanje drveta može biti neutralno po atmosferu ali u zavisnosti od vrste drveta koja se koristi i načina spaljivanja emisija CO₂ može čak i prevazići emisiju CO₂ uglja. Nisu sve evropske institucije pružile podršku korišćenju biomase u velikim proizvodnim fabrikama. Dr Bernhard Graeber, direktor sekcije za obnovljive izvore energije i međunarodne klimatske projekte u kompaniji Energie Baden-Württemberg AG, ili jednostavnije *EnBW*, zastupa stanovište da biomasa treba da bude korišćena u zemlji u kojoj je i nastala. "Pogrešno je da Evropa subvencionise proizvodnju električne energije koja čini isplativim da se drvo transportuje iz Amerike i Kanade u Evropu. Mnogo bi više imalo smisla za očuvanje prirode da evropske zemlje koriste biomasu da zamene svoje potrebe za ugljem, a samim tim da ugalj koji proizvode izvezu u Evropu" (Probert, 2012).

Količina drveta u proizvodnji energije je između 2005. i 2009-te godine rasla za 2.7% na godišnjem nivou. Jedan od najvećih korisnika je Velika Britanija gde drvo čini 16.3% obnovljivih izvora energije (poraslo sa 8.2% 2005-te) i 0.52% celokupne primarne proizvodnje energije (sa 0.15% 2005-te) (Europe, 2013).

Uloga drveta u proizvodnji energije je porasla dok je udeo drveta u svetskim izvorima obnovljive energije opao, što može biti pokazatelj veće brzine rasta korišćenja ostalih obnovljivih izvora energije kao što su vetar i sunčeva svetlost.

U skladu sa prethodno iznetim, svetsko tržište peći, i sistema grejanja na čvrsta goriva raste, a cilj ovoga rada je da sagleda kako se domaći proizvođači peći i grejnih sistema prilagođavaju novonastalim tržišnim tendencijama.

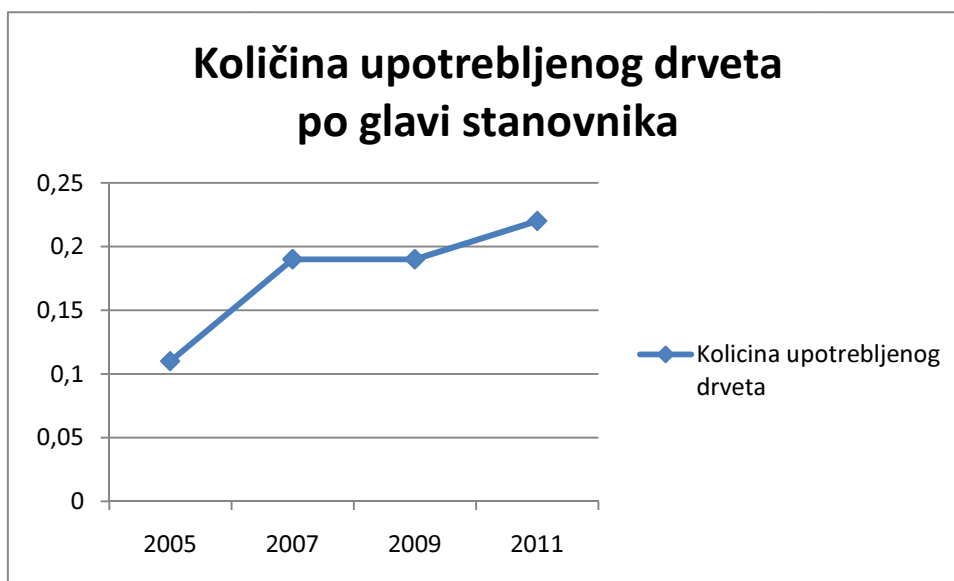
2 Drva u Srbiji

Prema energetsom bilansu Srbije za 2013. godinu u strukturi proizvodnje primarne energije ugalj učestvuje sa 69%, nafta sa 11%, prirodni gas sa 4%, hidropotencijal sa 7%, ogrevno drvo sa 9%, dok geotermalna, solarna, energija vetra, kao i biogas imaju manje od 1% učešća (Ministarstvo energetike, 2013).

Procenjujući ukupnu potrošnju drveta u Srbiji za energetske potrebe, uključujući drvo koje je posečeno i evidentirano u privatnim šumama, ono koje nije evidentirano, ogrevno drvo iz državnih šuma i drvo izvan šuma, procenjeno je da ukupna potrošnja drveta za ogrev iznosi 6.3 miliona kubnih metara (Aleksandar, 2011).

Ratifikacijom Kyoto protokola i obavezama u procesu pristupanja EU, Srbija se obavezala da poveća učešće obnovljivih izvora energije u finalnoj potrošnji energije na 27% do 2020. godine.

Trenutno prema istraživanju UNECE potrošnja drveta kao energenta u Srbiji stabilno raste.



Postoje dva scenarija iskorišćenosti srpskih šuma do 2015. godine. Jedan je kada se zadržava sadašnje stanje šumskih puteva, što znači samo 50% iskorišćenosti šuma. U tom slučaju ukupna seča šuma bila bi neznatno povećana na osnovu pošumljavanja u prethodnom periodu. Drugi scenario je zasnovan na pretpostavci da će novi šumski putevi biti izgrađeni, a postojeći poboljšani. To bi dovelo do većeg obima seče šuma, dovodeći do stepena iskorišćenosti šuma od oko 75%, kao što je to u razvijenim zemljama.

Ukoliko bi se iskorišćenost domaćih šuma povećala u narednim godinama i ponuda drveta porasla na domaćem tržištu, smatra se da cena ipak ne bi bila manja, zbog povećane tražnje koja se javlja (domaće stanovništvo, industrija peleta i briketa).



3 Pelet u Srbiji

Srpsko tržište peleta se razvija od 2006. godine, a intenzivnija proizvodnja i upotreba počinje 2008. godine. U Srbiji danas radi nekoliko fabrika a najveći deo proizvodnje se izvozi, i pored toga što pelet predstavlja jedan od najekonomičnijih načina grejanja, pre svega zbog nedovoljne informisanosti domaćih potrošača kao i zbog nekompletne ponude peći i kotlova na domaćem tržištu.

ТРОШКОВИ ЗА ГРЕЈАЊЕ ПРОСЕЧНОГ СТАНА ОД 60м²

(Грејна сезона 2013/14)



Врста грејања	Ефикасност пећи у %	Количина по години	Цена	Трошак у дин.
Дрво, јевтиније	70	7,7 м ³	4.000 дин/м ³	30.600
Дрво, скупље	55	9,7 м ³	5.500 дин/м ³	53.600
Пелет (дрво)	80	2,5 t	21.500 дин/t	54.400
Угаљ сирови лигнит	55	6,4 t	6.700 дин/t	42.900
Угаљ вреоци сушени	55	3,4 t	12.200 дин/t	41.800
Угаљ бановићи	55	3,2 t	14.300 дин/t	46.300
Природни гас	90	1.080 м ³	50 дин/м ³	54.000
Пропан бутан	85	829 kg	158,5 дин/kg	131.300
Лож уље	80	1.149 lit	151,8 дин/lit	174.400
Ел. ен. ТА (пуњење само ноћу)	91	9.900 kWh	/	39.400
Ел. ен. ТА (допуњавање дању)	93	9.720 kWh	/	57.100
Ел. ен. грејна тела и котлови	100	9.000 kWh	/	106.900

Извор: Агенција за енергетику Републике Србије

Do 2011. godine, gotovo cela domaća proizvodnja peleta plasirana je u izvoz, a već 2012. godine polovina domaće proizvodnje je plasirana na domaćem tržištu. Razlog je prelazak korisnika koji greju veće površine sa drveta i uglja na pelet, koji je ne samo ekonomičniji energent, nego i čistiji. Prema standardima proizvodnje dozvoljena količina pepela je 1.5% što je zanemarljivo.

Perspektiva proizvodnje u Srbiji je dobra kako zbog stalnog rasta cena naftnih derivata tako i zbog toga što on postaje domaći proizvod za koji ne treba izdvajati velike sume deviza, a takođe se smanjuje zavisnost od fosilnih goriva. Tome u prilog govori i broj registrovanih proizvođača peleta, koji je za samo godinu dana porastao sa 16 na 21.

2012. godine, Srbija je od izvoza peleta zaradila 7.5 miliona evra, što je 13% više nego 2011. godine, a domaći distributeri peći na pelet prijavljuju povećanu tražnju za 10%.

4 Tržište peći i kotlova na čvrsta goriva

Tržište peći i kotlova na čvrsta goriva Srbije snabdevaju uglavnom domaći proizvođači. Prihod koji generišu strani distributeri na domaćem tržištu je i dalje manji od 1%, pa ih iz tog razloga nismo ni uračunali u Herfindahl-Hirschman indeks koji meri koncentrisanost određenog tržišta. Rezultat od 39.53% nam govori da je tržište visoko koncentrisano, što je i logično s obzirom na to da su prisutna četiri velika proizvođača, od kojih će u ovom radu biti bolje proučena samo prva tri.

U pitanju su:

- 1) Akcionarsko društvo Milan Blagojević iz Smedereva
- 2) Alfa plam AD iz Vranja
- 3) Tim sistem D.O.O iz Nove Pazove
- 4) Blist D.O.O iz Valjeva

Tržišno učešće svakog od preduzeća je prikazan na grafikonu.



Sa grafikona se vidi da kompanija Alfa-Plam ima najveći udeo koji iznosi 56.35% domaćeg tržišta, a prilikom računanja učešća kompanije Milan Blagojević iz Smedereva uračunat je i prihod koji je dato preduzeće ostvarilo na području Kosova i Metohije.

5 Alfa plam Vranje

Osnovna delatnost kompanije je proizvodnja grejnih tela na čvrsto, tečno i gasovito gorivo, štednjaka na struju, kao i kombinaciju čvrsto gorivo-struja i struja-gas. Proizvodi Alfa-Plam-a, prevashodno su namenjeni domaćinstvima.

Po obimu proizvodnje, plasmanu i kvalitetu, vodeći su proizvođač grejnih tela u Srbiji i Jugoistočnoj Evropi, a svrstavaju se i u red 5 najvećih u Evropi.

Danas, proizvodnju realizuju u 5 tehničko-tehnoloških celina, prema grupama proizvoda, i to su:

1. Štednjaci i peći na čvrsta goriva
2. Kamini i peći na čvrsta goriva
3. Peći na gas
4. Štednjaci, peći i kamini za etažno grejanje
5. Štednjaci i rešoi.

Ukupna godišnja produkcija Alfa plama iznosi preko 160.000 jedinica. Asortiman proizvodnje permanentno proširuju u skladu sa praćenjem potreba tržišta, a u cilju povećanja kvaliteta izrade proizvoda uvode nove tehnologije. Svi proizvodi iz proizvodne game poseduju odgovarajuće domaće i inostrane ateste, čime u celini ispunjavaju stroge zahteve za plasman na tržište EU.

Svoje proizvode plasiraju na domaćem tržištu (oko 35%) i na tržištima Evrope (oko 65%). Osnovna izvozna tržišta su bivše jugoslovenske republike (BiH, Makedonija, Crna Gora, Slovenija i Hrvatska), zatim Nemačka, Italija, Austrija i Poljska, a sve veća potražnja se beleži na tržištima zapadne Evrope.

2000-te godine Alfa plam postaje akcionarsko društvo, a u prvom krugu vlasničke transformacije 1544 radnika, bivših radnika, i penzionera ove firme postali su vlasnici oko 70% akcija Alfa plama i stekli pravo prvenstva u kupovini preostalih 30% kapitala. Prvo trgovanje akcijama na Beogradskoj berzi je bilo 16.09.2002, a počev od 07.11.2008. akcije Alfa plama su listirane na standard marketu.

Trenutna struktura vlasništva kompanije Alfa plam na dan 09.12.2013. preuzeta sa sajta centralnog registra.

Akcije u vlasništvu fizičkih lica	21981	12.57%
Akcije u vlasništvu pravnih lica	135418	77.46%
Društveni kapital	0	0.00%
Zbirni odnosno kastodi račun	17413	9.96%
Konzorcijum	0	0.00%
Ukupno	174812	100.00%

Sedište Društva je u Vranju, ul. Radnička br.1, poreski identifikacioni broj Alfa plama je 100402750. Matični broj je 7137923, a prosečan broj zaposlenih u 2012. godini bio je 780 (u 2011. godini 834).



5.1 Osnovni pokazatelji poslovanja Alfa-plam

Osnovni pokazatelji su pokazatelji na koje investitori, finansijski analitičari, ali i rukovodioci unutar društava najviše obraćaju pažnju. Iz tog razloga su i kratkoročni i srednjoročni ciljevi društva često definisani kroz njih (Stanišić, 2013).

Poslovna imovina

Knjigovodstvena vrednost svih investicija akcionarskog društva Alfa plama na dan 31.12.2012. godine iznosi 53640.26 hiljada evra (AOP 022 G. POSLOVNA IMOVINA (001 + 012 + 021)), i pokazuje stabilan rast u prethodnim godinama uprkos slabljenju dinara prema evru.

Poslovni prihodi

Poslovni prihodi su prilivi ekonomskih koristi sa aspekta vlasnika u jednom periodu, nastali u okviru redovnih poslovnih aktivnosti društva. Vrednost se dobija iz bilansa uspeha (AOP 201 I. POSLOVNI PRIHODI (202+203+204-205+206)) i u slučaju Alfa plama iznose 37512.12 hiljada evra. Kao i vrednost poslovne imovine, i poslovni prihodi beleže rast u prethodnim godinama, ali kada se vrednosti iz 2011. i 2012. godine preračunaju u stabilnu valutu, rezultat je blagi pad prihoda u 2012. godini za 1.3%.

Poslovni rezultat

Poslovni rezultat koji je društvo ostvarilo je razlika između poslovnih prihoda i poslovnih rashoda društva u toku izveštajnog perioda (Stanišić, 2013).

U slučaju društva Alfa plam pozicija koja se očitava je AOP 213 III. POSLOVNI DOBITAK (201 - 207), iznosi 8347.79 hiljada evra i beleži rast od 231% u odnosu na prethodnu godinu. To je posledica, između ostalog i daleko manjih rashoda koje je kompanija imala u 2012. godini.

Neto rezultat

Prethodne kalkulacije su se odrazile i na vrednost neto rezultata (AOP 229 Đ. NETO DOBITAK (223 - 224 - 225 - 226 + 227- 228)), koja iznosi 9110.72 hiljada evra i koja beleži rast od 200% u odnosu na prethodnu godinu.

5.2 Zaduzenost Alfa plama

Zaduzenost je mera u kojoj privredno društvo koristi pozajmljene izvore finansiranja. Pored izraza zaduzenost, često se koristi i izraz finansijski leveridž (Stanišić, 2013).

Prednosti zaduživavanja su:

- 1) Mogućnosti velikih poslovnih poduhvata u uslovima ograničenih sopstvenih izvora finansiranja
- 2) Mogućnosti povećanja prinosa vlasnicima privrednog društva iz razlike prinosa na imovinu i kamatne stope (pogotovu u slučaju beskamatnog kreditiranja od strane dobavljača)
- 3) Plaćanje manjeg iznosa poreza usled priznatog rashoda kamata (tax shield) čine ovaj vid finansiranja racionalnom opcijom u odgovarajućim situacijama.

Nedostaci zaduživavanja su svakako poznatiji od prednosti, a to su:

- 1) Opterećenje novčanog toka usled otplate glavnice kredita i kamate i rizik stečaja u slučaju neispunjenja ugovorenih obaveza
- 2) Kamatni i valutni rizik ukoliko je tako predviđeno ugovorom
- 3) Smanjeni prinos vlasnicima privrednog društva kao rezultat prethodnog

Racio zaduzenosti

Racio zaduzenosti Alfa plama dobijamo kada stavimo u odnos pozajmljene izvore finansiranja i ukupnu imovinu kompanije.

Kalkulacija racia zaduzenosti: (AOP 111 B. DUGOROČNA REZERVISANJA I OBAVEZE (112+113+116) + AOP 123 V. ODLOŽENE PORESKE OBAVEZE) / AOP 22 G. POSLOVNA IMOVINA (001 + 012 + 021), i za 2012. godinu iznosi 17.26%, što nam govori da je toliki udeo imovine kompanije finansiran iz pozajmljenih izvora. Ovaj pokazatelj se prati tokom vremena i upoređuje sa vrednostima ostalih kompanija iz iste grane, a u slučaju Alfa plama pokazuje stabilan rast u prethodnim godinama, što nas dovodi do zaključka da kompanija povećava zaduzenost većom brzinom nego što se povećava poslovna imovina.

Racio obaveza prema kapitalu

Drugi način predstavljanja zaduženosti kompanije je racio obaveza prema kapitalu.

Kalkulacija racia obaveza prema kapitalu: $(AOP\ 111\ B.\ DUGOROČNA\ REZERVISANJA\ I\ OBAVEZE\ (112+113+116) + AOP\ 123\ V.\ ODLOŽENE\ PORESKE\ OBAVEZE) / AOP\ 101\ A.\ KAPITAL\ (102+103+104+105+106+107+108+109+110)$.

Za 2012. godinu je iznosio 20.86%, i kao i prethodni pokazatelj raste u prethodnim godinama. 2010. godine je iznosio 14.18%, a 2011 18.06%.

Racio kamatonosne zaduženosti

Da bi smo stekli potpuniju sliku o načinima finansiranja Alfa plama izračunali smo još jedan pokazatelj, racio kamatonosne zaduženosti, koji u odnos sa poslovnim imovinom stavlja samo stavke na koje se obračunava kamata. Važno je znati koliko racio iznosi zbog toga što te stavke pored kamatonosnih obaveza, troškova kamata, veoma često izlažu društvo i riziku promene kamatne stope i valutnom riziku (Stanišić, 2013).

Kalkulacija racia kamatonosne zaduženosti: $(AOP\ 114\ 1.\ Dugoročni\ krediti + AOP\ 115\ 2.\ Ostale\ dugoročne\ obaveze + AOP\ 117\ 1.\ Kratkoročne\ finansijske\ obaveze) / AOP\ 22\ G.\ POSLOVNA\ IMOVINA\ (001 + 012 + 021)$, i iz finansijskih izveštaja vidimo da je za 2012. godinu iznosio 9.32%. Zanimljiv je podatak da je u prethodnim godinama isti pokazatelj iznosio 0%, a razlog promene je podizanje kredita kod domaćih banaka u iznosu od 131854 hiljade dinara. Credit Agricole banka iz Srbije je izdala kredit na 79368 hiljada dinara, a Societe Generale banka je izdala kredit društvu od 52486 hiljade dinara (Moore Stephens, 2013).

5.3 Likvidnost Alfa plama

Likvidnost je sposobnost privrednog društva da redovno izmiruje svoje kratkoročne obaveze. Kratkoročne obaveze su one koje imaju rok dospeća manji od godinu dana, a sposobnost kompanije da ih izvršava na vreme je ključna za uspešno poslovanje. Za datu analizu koristi se nekoliko pokazatelja od kojih je prvi neto obrtni fond.

Neto obrtni fond

Neto obrtni fond, ili neto obrtna sredstva daju nam uvid u to da li kompanija koju posmatramo ima više obrtne imovine ili kratkoročnih obaveza. Vrednost pokazatelja može biti i negativna što znači da u roku od godinu dana više kratkoročnih obaveza dospeva na naplatu nego što kompanija ima sredstava da ih isplati. Neto obrtna sredstva omogućavaju zaduživanje kompanije na kratak rok. Banka, koja može biti kratkoročni poverilac na ovaj način želi da oceni mogući stepen rizika sa kojim ulaže sredstva.

Kalkulacija neto obrtnog fonda: $AOP\ 012\ -B.\ OBRTNA\ IMOVINA\ (013+014+015) - AOP\ 116\ -III.\ KRATKOROČNE\ OBAVEZE\ (117+118+119+120+121 +122)$, i u slučaju kompanije Alfa plam je pozitivan i iznosi 30452.52 hiljade evra.

Tekući racio

Ako predstavimo neto obrtni fond u obliku racia, a ne pokazatelja, dobićemo tekući racio koji predstavlja deo kratkoročnih obaveza koji je pokriven obrtnom imovinom. Ukoliko je vrednost racia veća od 1, to znači da je neto obrtni fond pozitivan, ali prilikom tumačenja ovog racija treba biti veoma obazriv jer visok racio tekuće likvidnosti može biti posledica visokih zaliha, zatim visokih potraživanja od kupaca koja ne mogu biti naplaćena ili pak dugoročnog zaduživanja čiji je kratkoročni efekat povećanje gotovine.

Kalkulacija tekućeg racia: $AOP\ 012 - B. OBRTNA\ IMOVINA\ (013+014+015) / AOP\ 116 - III. KRATKOROČNE\ OBAVEZE\ (117+118+119+120+121 +122).$

Za 2012. godinu iznosio je 5.18, i pokazivao je stabilne vrednosti u prethodne četiri godine u kojima je Alfa plam uspešno poslova. Čini se da je postotak pokrivenosti obaveza od 518% prevelik, ali on je rezultat visoke vrednosti pozicije kratkoročnih potraživanja i pozicije kratkoročnih plasmana koje kompanija ima. Kratkoročna potraživanja obuhvataju potraživanja od kupaca – zavisnih i drugih povezanih pravnih lica i ostalih kupaca u zemlji i inostranstvu po osnovu prodaje proizvoda, robe i usluga. Kratkoročni plasmani obuhvataju ostale kratkoročne plasmane sa rokom dospeća, odnosno prodaje do godinu dana od dana činidbe, odnosno od dana bilansa (Moore Stephens, 2013).

Brzi racio

Brzi racio predstavlja oprezniji oblik tekućeg racia. Ovaj racio se izračunava isto kao i racio tekuće likvidnosti, osim što se od tekuće aktive oduzimaju zalihe. Ovo se radi jer su zalihe najmanje likvidna stavka tekuće aktive, pa ih je ponekad teško transferisati u gotovinu u kratkom vremenskom periodu. Preduzeća mogu imati previsoke zalihe sirovina ili gotovih proizvoda jer su precenila tražnju za proizvodima, te nam tek racio redukovane likvidnosti daje pravu sliku o mogućnostima preduzeća da u kratkom roku izmiri dospele kratkoročne obaveze. Racio redukovane likvidnosti je često manji od 1, a drugi nazivi koji se koriste u literaturi su acid test ili quick ratio. Brzi racio je bolja mera likvidnosti od tekućeg racia za firme čije se zalihe ne mogu lako pretvoriti u gotovinu (Bodie, et al., 2009).

Kalkulacija acid testa: $(AOP\ 016 - 1. Potraživanja + AOP\ 017 - 3. Kratkoročni\ finansijski\ plasmani + AOP\ 019 - 4. Gotovinski\ ekvivalenti\ i\ gotovina) / AOP\ 116 - III. KRATKOROČNE\ OBAVEZE\ (117+118+119+120+121 +122).$

Za kompaniju Alfa plam iznosi 3.60 u 2012. godini, što znači da je pokrivenost kratkoročnih obaveza obrtnom imovinom bez zaliha, poreskih kredita i aktivnih vremenskih razgraničenja na nivou od 360%.

Racio gotovine

Racio gotovine (Cash ratio) pokazuje da li kompanija raspolaže sa dovoljnom količinom gotovine za podmirenje kratkoročnih obaveza. Dobija se kao količnik gotovine i kratkoročnih obaveza. Predstavlja najkonzervativniji pokazatelj iz grupe pokazatelja likvidnosti, a racionalno upravljanje finansijama podrazumeva održavanje optimalnog nivoa gotovine i gotovinskih ekvivalenata koji omogućava relativno sigurno poslovanje i nove investicije, a ne njegovo maksimiranje (Stanišić, 2013).

Kalkulacija racia gotovine: $AOP\ 019 - 4 \cdot \text{Gotovinski ekvivalenti i gotovina} / AOP\ 116 - III$. **KRA TKOROČNE OBAVEZE** ($117+118+119+120+121+122$).

Za kompaniju Alfa plam u 2012. godini izračunali smo racio gotovine od 0.04, što znači da je samo 4% kratkoročnih obaveza pokriveno gotovinom i gotovinskim ekvivalentima koje je kompanija posedovala na kraju godine. Primećujemo veliki pad datog racia u odnosu na prethodne godine, koji je izazvan manjom količinom gotovine na računima. Svega 29337 hiljada dinara u 2012. godini, u odnosu na 214817 hiljada dinara u 2011. godini.

Ukoliko privredno društvo poseduje višak gotovine u odnosu na potrebe primarne delatnosti za koje rukovodstvo poseduje adekvatna znanja, racionalan izbor je da isti iskoristi za isplatu dividendi, ili otkup sopstvenih akcija (Stanišić, 2013).

Najveći razlog smanjenja racia gotovine je odluka o sticanju sopstvenih akcija ili drugih hartija od vrednosti akcionarskog društva koju je doneo odbor direktora, 18.09.2012. odlukom br. 7237: "Društvo će sticati sopstvene akcije na regulisanom tržištu – Beogradskoj berzi u cilju sprečavanja poremećaja na tržištu hartija od vrednosti i sprečavanja veće i neposredne štete za Društvo; Društvo će sve sopstvene akcije, stečene u skladu sa ovom Odlukom, otuđiti ili poništiti najkasnije u roku od godinu dana od dana sticanja. Odbor direktora ocenjuje da cena akcija Društva u ovom trenutku ne odražava fer vrednost preduzeća, te postoji opasnost da usled neekonomskih uzroka i razloga koji ne stoje u vezi sa poslovanjem dođe do pada vrednosti akcija, a samim tim i vrednosti preduzeća koje je prethodnim godinama beležilo pozitivne poslovne rezultate" (Moore Stephens, 2013).

Kompanija Alfa plam je otkupila 11517 sopstvenih akcija u vrednosti od 77163900 hiljade dinara po nominalnoj vrednosti jedne akcije od 6700 dinara. Procentualno učešće otkupljenih akcija u ukupnom broju akcija je (174812) 6.58%.

5.4 Profitabilnost Alfa plama

Poslovni dobitak kao razlika poslovnih prihoda i rashoda predstavlja prirast koji je ostvaren na angažovana poslovna sredstva koja su korišćena za obavljanje delatnosti.

"Nepobitna povezanost bilansa stanja i bilansa uspeha omogućila je da se svaki prihod predstavlja kao povećanje aktive ili smanjenje pasive, dok se rashodi tumače kao smanjenja aktive i povećanje pasive" (Knežević, 2012). Pošto je profitabilnost glavni pokretač svih investitora, napravljeno je više načina iskazivanja iste kako bi pokazatelji bili što jasniji i pregledniji.

Neto margina

Neto margina je učešće neto rezultata u poslovnim prihodima kompanije. Drugi nazivi za ovaj pokazatelj su neto marža i profitna marža.

Kalkulacija neto margine: ($AOP\ 229\ \text{D. NETO DOBITAK} (223 - 224 - 225 - 226 + 227 - 228)$ ili $AOP\ 230\ \text{E. NETO GUBITAK} (224 - 223 + 225 + 226 - 227 + 228)$) / $AOP\ 201\ \text{I. POSLOVNI PRIHODI} (202+203+204+205+206)$). I za kompaniju Alfa plam u 2012. godini je iznosio 24.29%, što je veći udeo nego što ostvaruju konkurentske firme na našem tržištu (19.68% MBS, 4,53% Tim sistem).

Stopa prinosa na kapital

Stopa prinosa na kapital je poznata i pod nazivom ROE. Ovaj racio stavlja u odnos vrednost neto rezultata i sopstvenog kapitala (total equity), čime se utvrđuje stopa rasta vlasničkog kapitala. Isti odnos se može utvrditi i množenjem stope neto dobitka i koeficijenta obrta sopstvenih sredstava (DuPont sistem analize).

Kalkulacija ROE: $\text{AOP 229 Đ. NETO DOBITAK (223-224-225-226+227-228)} / \text{AOP 101 A. KAPITAL (102+103+104+105+106-107+108-109-110)}$.

Prinos koji je ostvario Alfa plam u 2012. godini iznosi 20.53%.

Poslovna margina

Poslovna margina je procenat poslovnog dobitka u poslovnim prihodima, a može se naći još kao poslovna marža, bruto marža, ili bruto margina.

Kalkulacija poslovne margine: $\text{(AOP 213 III. POSLOVNI DOBITAK (201 - 207) ili AOP 214 IV. POSLOVNI GUBITAK (207 - 201))} / \text{AOP 201 I. POSLOVNI PRIHODI (202+203+204-205+206)}$. Margina sa kojom je poslovala kompanija Alfa plam za 2012. godinu je 22.25%, i ona predstavlja deo prihoda koji ostaje u preduzeću kada se proizvod proda ili usluga izvrši. Drugačije rečeno samom prodajom svake od svojih peći, Alfa plam je u mogućnosti da izdvoji 77.75% prihoda i da plati rashode koji su nastali u procesu proizvodnje peći.

Stopa prinosa na imovinu

Stopa prinosa na imovinu koja je poznata i pod nazivom ROA predstavlja merenje udela poslovnog rezultata u poslovnoj imovini (total assets). "Uprošćeno ovaj koeficijent pokazuje koliko dinara neto dobitka je ostvarila kompanija na svakih 100 dinara angažovanih ukupnih sredstava" (Knežević, 2012).

Kalkulacija stope prinosa na poslovnu imovinu: $\text{(AOP 213 III. POSLOVNI DOBITAK (201 - 207) ili AOP 214 IV. POSLOVNI GUBITAK (207 - 201))} / \text{AOP 22 G. POSLOVNA IMOVINA (001 + 012 + 021)}$. Kompanija Alfa plam je u 2012. godini zabeležila ROA u vrednosti od 15.56%.

Stopa prinosa na investirani kapital

Stopa prinosa na investirani kapital predstavlja pokazatelj koji je relevantan za ocenu društva kada je ono meta preuzimanja (Stanišić, 2013). Predstavlja stopu prinosa na kapital u slučaju da je kompanija isključivo finansirana sopstvenim sredstvima

Kalkulacija ROIC: $\text{EBIT} \times (1 - \text{stopa poreza na dobit}) / (\text{AOP 101 A. KAPITAL (102+103+104+105+106-107+108-109-110)} + \text{AOP113 II. DUGOROČNE OBAVEZE (114 + 115)} + \text{AOP 117 1. Kratkoročne finansijske obaveze – Višak gotovine})$.

EBIT je zarada koja pripada investitorima nakon obračuna poreza na dobit.

$\text{EBIT} \times (1 - \text{stopa poreza na dobit})$ se još naziva i NOPLAT i predstavlja potencijalni neto dobitak koji bi bio na raspolaganju da društvo nema rashode kamata.

Višak gotovine predstavlja iznos gotovine i gotovinskih ekvivalenata koji premašuje količinu novca koja je potrebna kompaniji da bi servisirala svoje redovno poslovanje. Ta gotovina nije aktivno plasirana i samim tim ne donosi prinos, a da kompanije koje drže velike svote novca na svojim računima ne bi bile potcenjene, iz kalkulacije za investirani kapital se izuzima višak gotovine.

Kompanija Alfa plam je u 2012. godini ostvarila ROIC od 16.47%.

Stopa prinosa u primarnoj poslovnoj delatnosti kompanije

Stopa prinosa u primarnoj poslovnoj delatnosti kompanije je određivanje veličine profita koje preduzeće ostvaruje iz svoje primarne delatnosti.

Kalkulacija stope prinosa u primarnoj poslovnoj delatnosti: Poslovni rezultat / (AOP 022 G. POSLOVNA IMOVINA (001 + 012 + 021) – AOP 9 V. DUGOROČNI FINANSIJSKI PLASMANI (010+011) – AOP 18 3. Kratkoročni finansijski plasmani – Višak gotovine). Alfa plam je u svojoj primarnoj delatnosti u 2012. godini generisao 24.20% profita.

5.5 Periodi konverzije

Periodi konverzije predstavljaju vreme koje je potrebno da se određena bilansna stavka promeni, a uvid u iste nam omogućava uočavanje eventualnih zastoja u naplati potraživanja od kupaca ili plaćanja obaveza prema dobavljačima.

Pretpostavke pokazatelja su da nije bilo značajnijih otpisa potraživanja u posmatranom periodu, da su početna potraživanja približno jednaka krajnjim, i da se prodaja odvija kontinualno tokom godine (Stanišić, 2013).

Razlika između prosečnog perioda naplate i prosečnog perioda plaćanja obaveza predstavlja pokazatelj da li je društvo u vertikalnom lancu snabdevanja neto poverilac ili neto dužnik.

Period naplate potraživanja

Period naplate potraživanja je prosečan broj dana koji protekne od trenutka fakturisanja prodatih dobara do naplate potraživanja od kupaca.

Kalkulacija perioda naplate potraživanja: $AOP\ 639\ 1. \text{ Potraživanja po osnovu prodaje (stanje na kraju godine } 639 \leq 016) / AOP202\ 1. \text{ Prihodi od prodaje} \times 365 / 1,18$.

Period naplate potraživanja u slučaju Alfa plama je 59 dana što je mnogo niže nego prethodnih godina i ne predstavlja broj koji bi trebalo da ukaže na to da postoji bilo kakav problem sa kupcima.

Period plaćanja obaveza

Period plaćanja obaveza je prosečan broj dana koji protekne od trenutka prijema faktura do izmirenja obaveza prema dobavljačima.

Kalkulacija perioda plaćanja obaveza: $AOP\ 640\ 2. \text{ Obaveze iz poslovanja (stanje na kraju godine } 640 \leq 119) / AOP\ 643\ 5. \text{ Obaveze iz poslovanja (potražni promet bez početnog stanja)} \times 365$.

Kompanija Alfa plam je 2012. godine ostvarila prosečno vreme plaćanja obaveza od 42 dana, što nas u sprezi sa prosečnim periodom naplate od 59 dana dovodi do zaključka da je u vertikalnom lancu snabdevanja Alfa plam u položaju neto poverioca.

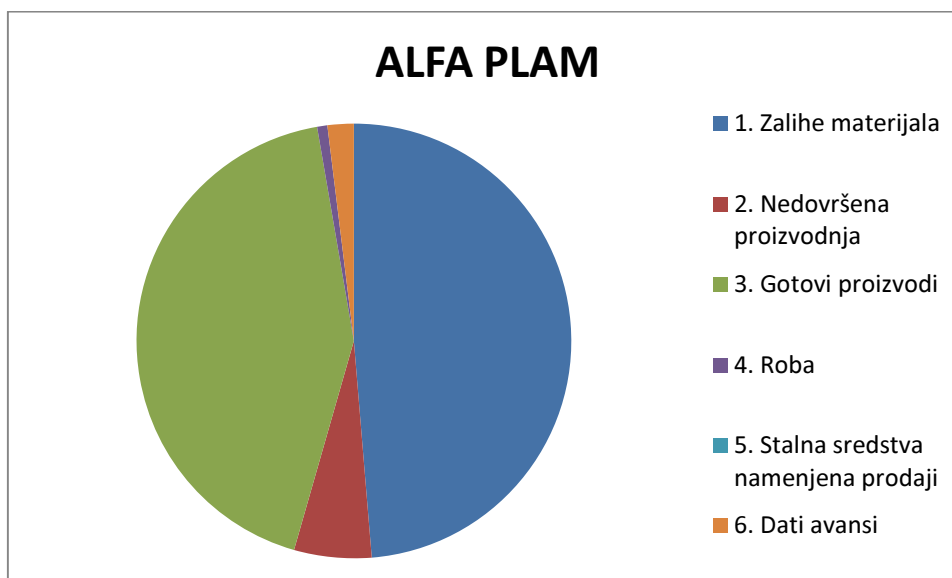
Period konverzije zaliha

Period konverzije zaliha je prosečan broj dana koji protekne od trenutka prijema faktura od dobavljača za ulazne produktivne faktore do isporuke gotovih dobara i usluga kupcima (Stanišić, 2013).

Kalkulacija perioda konverzije zaliha: $(AOP\ 616\ 1.\ Zalihe\ materijala + AOP\ 617\ 2.\ Nedovršena\ proizvodnja + AOP\ 618\ 3.\ Gotovi\ proizvodi + AOP\ 619\ 4.\ Roba) / AOP\ 643\ 5.\ Obaveze\ iz\ poslovanja\ (potražni\ promet\ bez\ početnog\ stanja) \times 365 \times 1,18$

U toku 2012. godine Alfa plam je ostvario prosečno vreme konverzije zaliha od 178 dana što predstavlja prosečno vreme da se proizvede i proda stavka iz proizvodne game.

Struktura zaliha kompanije Alfa plam dovodi nas do zaključka da se radi o tipičnom proizvodnom preduzeću.



Posmatrajući promene u vertikalnoj analizi zaliha u prethodne dve godine, očigledna je tendencija povećanja udela gotovih proizvoda u ukupnim zalihama, dok se udeo zaliha materijala proporcionalno smanjuje.

	ALFA PLAM		
	2012	2011	2010
Zalihe materijala	48.69%	61.72%	70.22%
Nedovršena proizvodnja	5.75%	2.87%	2.74%
Gotovi proizvodi	42.84%	33.02%	21.17%
Roba	0.77%	1.01%	1.14%
Stalna sredstva namenjena prodaji	0.00%	0.00%	0.00%
Dati avansi	1.94%	1.39%	4.72%
Ukupno	100.00%	100.00%	100.00%

To je proizvod intenzivnog rada na unapređenju proizvodnog procesa i na osavremenjavanju nabavne funkcije u kompaniji koja sada drži preduzeće operativnim sa mnogo nižim nivoima zaliha u skladištima.

Period konverzije gotovine

Period konverzije gotovine je prosečan broj dana koji prođe od plaćanja ulaznih produktivnih faktora do naplate prodaje društva (Stanišić, 2013).

Kalkulacija perioda konverzije gotovine: Period naplate potraživanja - Period plaćanja obaveza + Period konverzije zaliha.

Alfa plam je 2012. ostvario period konverzije gotovine od 195 dana. Ako se uzme u obzir da mu je prosečno bilo potrebno 178 dana da proizvede i proda peć, i 59 dana da naplati potraživanje koje je nastalo prodajom peći, tako je gotovina bila vezana 237 dana u procesu proizvodnje i prodaje, što se donekle ublažava prosekom od 42 dana koliko je trebalo Alfa plamu da isplati dobavljače, što nas dovodi do prosečnog perioda vezivanja gotovine od 195 dana.

5.6 Kreditna analiza Alfa plama

Kreditna analiza poslovanja preduzeća se koristi za izračunavanje verovatnoće sa kojom će posmatrana kompanija u periodu sledeće dve godine bankrotirati zbog nemogućnosti otplate dospelih potraživanja.

Kreditna analiza se sprovodi Altmanovim Z skorom koji predstavlja linearnu kombinaciju četiri ili pet uobičajenih poslovnih racija, kojima su dodati ponderisani koeficijenti. Koeficijenti su procenjeni na osnovu posmatranja i praćenja određene populacije kompanija, a zatim merenja koliko njih i koje su dve godine kasnije objavile bankrotstvo.

Racio brojevi koji se koriste u jednačinama se sledeći:

$T1 = \text{Neto obrtni fond} / \text{Poslovna imovina}$

$T2 = \text{Neraspoređeni dobitak} / \text{Poslovna imovina}$

$T3 = \text{EBIT} / \text{Poslovna imovina}$

$T4 = \text{Kapital} / \text{Ukupne obaveze}$

$T5 = \text{Poslovni prihodi} / \text{Poslovna imovina}$

U slučaju da je kompanija listirana na berzi racio T4 se računa kao $T4 = \text{Tržišna kapitalizacija} / \text{Ukupne obaveze}$.

Originalna Z skor jednačina ima oblik:

$Z = 1,2 \times T1 + 1,4 \times T2 + 3,3 \times T3 + 0,6 \times T4 + 0,999 \times T5$, a koeficijent T4 se računa sa tržišnom kapitalizacijom.

$Z > 2,99$ - "Bezbedna" zona,

$1,81 < Z < 2,99$ - "Siva" zona,

$Z < 1,81$ - "Problematična" zona

Z skor za privatna privredna društva

je oblik Z skora koji je namenjen društvima čijim se kapitalom ne trguje na berzi.

Kalkulacija: $Z' = 0,717 \times T1 + 0,847 \times T2 + 3,107 \times T3 + 0,420 \times T4 + 0,998 \times T5$

$Z' > 2,90$ - "Bezbedna" zona,

$1,23 < Z' < 2,90$ - "Siva" zona,

$Z' < 1,23$ - "Problematična" zona.

Z skor za industrijska društva i društva koja posluju na tržištima u razvoju

je oblik Z skora koji je namenjen proizvodnim i neproizvodnim industrijskim društvima, i društvima koja posluju u zemljama u razvoju.

Kalkulacija: $Z'' = 6,56 \times T1 + 3,26 \times T2 + 6,72 \times T3 + 1,05 \times T4$

Računanje zona finansijske sigurnosti:

$Z'' > 2,6$ - "Bezbedna" zona,

$1,1 < Z'' < 2,6$ - "Siva" zona,

$Z'' < 1,1$ - "Problematična" zona.

Koeficijenti dobijeni za kompaniju Alfa plam po godinama.

	2012	2011	2010	2009
T1 = Neto obrtni fond / Poslovna imovina	0.57	0.54	0.52	0.59
T2 = Neraspoređeni dobitak / Poslovna imovina	0.52	0.41	0.38	0.33
T3 = EBIT / Poslovna imovina	0.17	0.10	0.10	0.10
T4 = Kapital / Ukupne obaveze	4.79	5.54	7.05	5.80
T5 = Poslovni prihodi / Poslovna imovina	0.70	0.84	0.81	0.77
Z skor za privatna privredna društva	4.09	4.20	4.79	4.21
Z' skor implicirana verovatnoća stečaja za privatna društva	1.65%	1.47%	0.82%	1.47%
Z skor za industrijska društva i društva koja posluju na tržištima u razvoju	11.60	11.35	12.78	11.71
Z'' skor implicirana verovatnoća stečaja za društva koja pripadaju tržištima u razvoju	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

Koristeći originalnu Z skor formulu i računajući T4 koeficijent pomoću tržišne kapitalizacije došli smo do rezultata 3.91, a kada se to preračuna u verovatnoću bankrotstva rezultat je mogućnost od 1.96% da kompanija Alfa plam bankrotira u sledeće dve godine.

I pored toga što je verovatnoća bankrotstva mala i što je kompanija Alfa plam prema svim verzijama formule u sigurnoj zoni, smatramo da je originalna formula za Z skor suviše pesimistična u svojim predviđanjima zbog potcenjene vrednosti cene akcija Alfa plama na Beogradskoj berzi, i mislimo da najrealističnije predviđanje pruža upotreba Z skora za industrijska društva i društva koja posluju na tržištima u razvoju.

5.7 Tržišno-knjigovodstveni pokazatelji

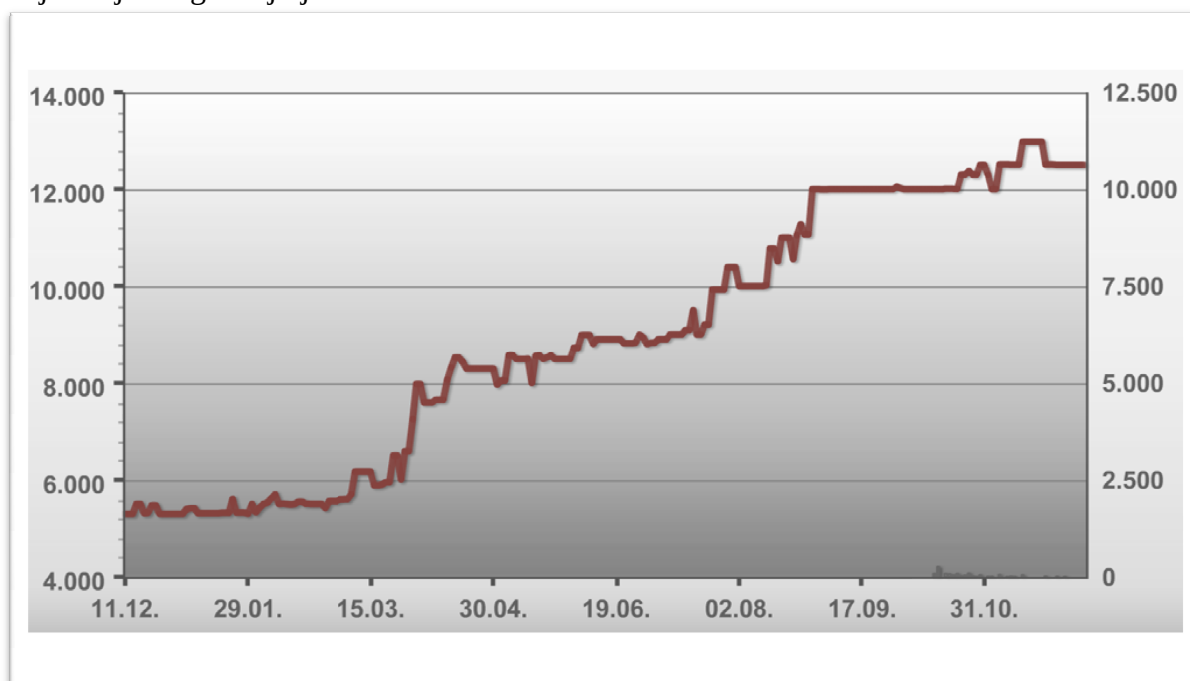
Tržišno-knjigovodstveni pokazatelji u sebi kombinuju vrednosti sa finansijskih tržišta i vrednosti iz finansijskih izveštaja.

“Mogu se računati samo u slučaju kada se akcijama društva trguje na finansijskom tržištu (ukoliko se iste listiraju na nekoj od berzi). Vrednost ovih pokazatelja se zbog promena u vrednosti tržišne kapitalizacije (ili nekog drugog tržišnog podatka) često menja, i stoga se pored njihove vrednosti mora istaći vreme obračuna” (Stanišić, 2013).

Na dan 09.12.2013. godine cena akcije Alfa plama na Beogradskoj berzi iznosila je 12500 dinara. Nivo je za 500 dinara niži od maksimuma koji je cena postigla u prethodnih godinu dana.

Simbol kompanije na berzi je ALFA, a akcijama se trguje metodom kontinuiranog trgovanja.

Broj hartija u trgovanju je 174812.



Grafik: Kretanje cene akcije Alfa plama. Izvor <http://www.belex.rs/>

Tržišna kapitalizacija kompanije se dobija kada se pomnoži trenutna cena akcije sa ukupnim brojem akcija na tržištu.

Na dan 09.12.2013. je iznosila 2185150000 dinara, a najveća zabeležena tržišna kapitalizacija je iznosila 57.5 miliona evra i postignuta je 16.04.2007.

Zarada po akciji kompanije Alfa plama

Zarada po akciji kompanije je veoma cenjen pokazatelj među investitorima. Stavlja u odnos neto rezultat koji je ostvarila kompanija sa brojem akcija na tržištu. Drugi i mnogo uobičajeniji naziv je EPS.

$EPS = \text{neto profit} / \text{prosečan broj akcija}$

Na dan 09.12.2013. godine EPS je iznosio 5926,69 dinara po akciji.

Odnos cene akcije i neto dobiti po akciji

Poznatiji kao P/E ratio, daje odgovor na pitanje koliko su vlasnici kapitala spremni da plate na tržištu po jednoj novčanoj jedinici najskorijeg dostupnog godišnjeg neto rezultata (Stanišić, 2013).

Veći P/E ratio ukazuje na budući rast neto dobitka, što znači da ulagači imaju poverenje u preduzeće.

Kalkulacija:

Odnos cene akcije i neto dobiti po akciji = Tržišna kapitalizacija / Neto rezultat.

Ukoliko podelimo brojilac i imenilac sa brojem izdatih akcija društva, dobijamo sledeću formu:

Odnos cene akcije i neto dobiti po akciji = Cena akcije / Neto rezultat po akciji.

Na dan 09.12.2013. P/E ratio za kompaniju Alfa plam je iznosio 2.11 što je na dati dan svrstalo Alfa plam među deset preduzeća sa najnižim P/E raciom čijim se akcijama trguje na regulisanom tržištu.

Izdavalac	Simbol	P/E
BIP u restrukturiranju a.d. , Beograd	BIPB	0,45
Radijator a.d. , Zrenjanin	RĐZ	0,56
AMS Osiguranje a.d. , Beograd	AMSO	1,56
Goša montaža a.d. , Velika Plana	GMON	1,80
Alfa plam a.d. , Vranje	ALFA	2,11
Nikodije Stojanović Tatko a.d. , Prokuplje	NKĐ	2,22
TE - TO a.d. , Senta	TETO	2,32
Luka Dunav a.d. , Pančevo	LKDN	2,50
Montinvest a.d. , Beograd	MOIN	2,50

Odnos tržišne i knjigovodstvene vrednosti kapitala

Pokazatelj koji je poznatiji kao P/B ratio, dobija se kao odnos tržišne vrednosti kapitala prema knjigovodstvenoj vrednosti kapitala kompanije.

Po pravilu važe sledeći odnosi:

1. Ukoliko investitori smatraju da je knjigovodstvena vrednost imovine potcenjena, tržišna vrednost kapitala će biti srazmerno veća od knjigovodstvene, samim tim i vrednost racija.
2. Ukoliko investitori očekuju rast realne zarađivačke sposobnosti društva, vrednost racija će biti veća i obrnuto.
3. Nesigurnost investitora u buduće izglede društva će umanjiti vrednost racija

Kalkulacija:

Odnos tržišne i knjigovodstvene vrednosti kapitala = Tržišna kapitalizacija / Neto kapital

Ukoliko podelimo brojilac i imenilac sa brojem izdatih akcija društva, dobijamo sledeću formu:

Odnos cene akcije i neto dobiti po akciji = Cena akcije / Knjigovodstvena vrednost akcije.

Na dan 09.12.2013. P/B ratio za kompaniju Alfa plam je iznosio 0.43, što znači da je tržišna kapitalizacija činila manje od polovine realne knjigovodstvene vrednosti preduzeća. Smatramo da je dati P/B posledica izgubljenog poverenja u domaće kompanije i povećane opreznosti investitora nakon svetske ekonomske krize i da ne oslikava realno stanje u kompaniji i sektoru. Činjenica je da se cena akcije Alfa plama polako oporavlja i da u poslednjih godinu dana ima rastući trend, ali smatramo da je i dalje potcenjena.

5.8 Finansijski izveštaji Alfa plam a.d. za 2012. godinu deo koji je korišćen u primeru analize

Bilans stanja sa stanjem na dan 31.12.2012. godine			
Naziv pozicije	AOP	iznosi u 000 dinara	
		Tekuća godina	
A. STALNA IMOVINA (002+003+004+005+009)	1	1,777,825.00 Din.	29.15%
III. NEMATERIJALNA ULAGANJA	4	- Din.	0.00%
IV. NEKRETNINE, POSTROJENJA, OPREMA I BIOLOŠKA SREDSTVA (006+007+008)	5	1,776,854.00 Din.	29.13%
1. Nekretnine, postrojenja i oprema	6	1,775,804.00 Din.	29.11%
2. Investicione nekretnine	7	1,050.00 Din.	0.02%
V. DUGOROČNI FINANSIJSKI PLASMANI (010+011)	9	971.00 Din.	0.02%
1. Učešća u kapitalu	10	206.00 Din.	0.00%
2. Ostali dugoročni finansijski plasmani	11	765.00 Din.	0.01%
B. OBRTNA IMOVINA (013+014+015)	12	4,292,314.00 Din.	70.37%
I. ZALIHE	13	1,224,992.00 Din.	20.08%
II. STALNA SREDSTVA NAMENJENA PRODAJI I SREDSTVA POSLOVANJA KOJE SE OBUSTAVLJA	14	- Din.	0.00%
III. KRATKOROČNA POTRAŽIVANJA, PLASMANI I GOTOVINA (016+017+018+019+020)	15	3,067,322.00 Din.	50.28%
1. Potraživanja	16	778,013.00 Din.	12.75%
3. Kratkoročni finansijski plasmani	18	2,176,902.00 Din.	35.69%
4. Gotovinski ekvivalenti i gotovina	19	29,337.00 Din.	0.48%
5. Porez na dodatu vrednost i aktivna vremenska razgraničenja	20	83,070.00 Din.	1.36%
V. ODLOŽENA PORESKA SREDSTVA	21	29,740.00 Din.	0.49%
G. POSLOVNA IMOVINA (001+012+021)	22	6,099,879.00 Din.	100.00%
Đ. UKUPNA AKTIVA (022+023)	24	6,099,879.00 Din.	100.00%
E. VANBILANSNA AKTIVA	25	844,639.00 Din.	13.85%

Bilans stanja sa stanjem na dan 31.12.2012. godine			
Naziv pozicije	AOP	iznosi u 000 dinara	
		Tekuća godina	
A. KAPITAL (102+103+104+105+106-107+108-109-110)	101	5,046,970.00 Din.	82.74%
I. OSNOVNI I KAPITAL	102	1,217,288.00 Din.	19.96%

III. REZERVE	104	711,449.00 Din.	11.66%
IV. REVALORIZACIONE REZERVE	105	- Din.	0.00%
V. NEREALIZOVANI DOBICI PO OSNOVU HARTIJA OD VREDNOSTI	106	20.00 Din.	0.00%
VI. NEREALIZOVANI GUBICI PO OSNOVU HARTIJA OD VREDNOSTI	107	36.00 Din.	0.00%
VII. NERASPOREĐENI DOBITAK	108	3,195,413.00 Din.	52.38%
VIII. GUBITAK	109	- Din.	0.00%
B. DUGOROČNA REZERVISANJA I OBAVEZE (112+113+116)	111	1,052,909.00 Din.	17.26%
I. DUGOROČNA REZERVISANJA	112	91,750.00 Din.	1.50%
II. DUGOROČNE OBAVEZE (114 + 115)	113	131,854.00 Din.	2.16%
1. Dugoročni krediti	114	131,854.00 Din.	2.16%
2. Ostale dugoročne obaveze	115	- Din.	0.00%
III. KRATKOROČNE OBAVEZE (117+118+119+120+121+122)	116	829,305.00 Din.	13.60%
1. Kratkoročne finansijske obaveze	117	436,738.00 Din.	7.16%
3. Obaveze iz poslovanja	119	336,950.00 Din.	5.52%
4. Ostale kratkoročne obaveze	120	54,872.00 Din.	0.90%
5. Obaveze po osnovu poreza na dodatu vrednost i ostalih javnih prihoda i pasivna vremenska razgraničenja	121	745.00 Din.	0.01%
6. Obaveze po osnovu poreza na dobitak	122	- Din.	0.00%
V. ODLOŽENE PORESKE OBAVEZE	123	- Din.	0.00%
G. UKUPNA PASIVA (101+111 +123)	124	6,099,879.00 Din.	100.00%
D. VANBILANSNA PASIVA	125	844,639.00 Din.	13.85%

Bilans uspeha u periodu od 01.01.2012 do 31.12.2012. godine			
Naziv pozicije	AOP	iznosi u 000 dinara	
		Tekuća godina	
I. POSLOVNI PRIHODI (202+203+204-205+206)	201	4,265,814.00 Din.	100.00%
1. Prihodi od prodaje	202	4,056,331.00 Din.	95.09%
2. Prihodi od aktiviranja učinaka i robe	203	16,088.00 Din.	0.38%
3. Povećanje vrednosti zaliha učinaka	204	193,308.00 Din.	4.53%
5. Ostali poslovni prihodi	206	87.00 Din.	0.00%
II. POSLOVNI RASHODI (208 do 212)	207	3,316,518.00 Din.	77.75%
1. Nabavna vrednost prodate robe	208	4,209.00 Din.	0.10%
2. Troškovi materijala	209	2,166,179.00 Din.	50.78%
3. Troškovi zarada, naknada zarada i ostali lični rashodi	210	698,542.00 Din.	16.38%
4. Troškovi amortizacije i rezervisanja	211	182,697.00 Din.	4.28%
5. Ostali poslovni rashodi	212	264,891.00 Din.	6.21%
III. POSLOVNI DOBITAK (201-207)	213	949,296.00 Din.	22.25%
V. FINANSIJSKI PRIHODI	215	216,077.00 Din.	5.07%

VI. FINANSIJSKI RASHODI	216	62,471.00 Din.	1.46%
VII. OSTALI PRIHODI	217	56,308.00 Din.	1.32%
VIII. OSTALI RASHODI	218	131,446.00 Din.	3.08%
IX. DOBITAK IZ REDOVNOG POSLOVANJA PRE OPOREZIVANJA(213-214+215-216+217-218)	219	1,027,764.00 Din.	24.09%
B. DOBITAK PRE OPOREZIVANJA (219-220+221-222)	223	1,027,764.00 Din.	24.09%
1. Poreski rashod perioda	225	- Din.	0.00%
3. Odloženi poreski prihodi perioda	227	8,292.00 Din.	0.19%
Đ. NETO DOBITAK (223-224-225-226+227-228)	229	1,036,056.00 Din.	24.29%

6 Milan Blagojević Smederevo

Milan Blagojević iz Smedereva je privatna kompanija u okviru Invej grupacije. Osnovni asortiman proizvoda čine šporeti i peći na čvrsto gorivo, zatim električni šporeti sa najvećim međunarodnim standardima kvaliteta. Fabrika je otvorila svoj put na evropska i svetska tržišta svojim stalnim razvojem i prilagođavanjem zahtevima različitih tržišta (AD Milan Blagojević, 2013).

UPOREDNI TROŠAK GREJANJA OBJEKTA POVRŠINE 200 KV ZA JEDNU GREJNU SEZONU, 1EUR=112 RSD			
VRSTA GREJANJA	JED. MERE	TROŠAK	
		DIN	EUR
UGALJ	tona	153.400,00	1.369,64
DRVA	m3	184.229,22	1.644,90
LOŽ ULJE	l	460.112,40	4.108,15
TA PEĆ	KWh	547.565,49	4.888,98
DRVENI PELET	tona	109.200,00	975

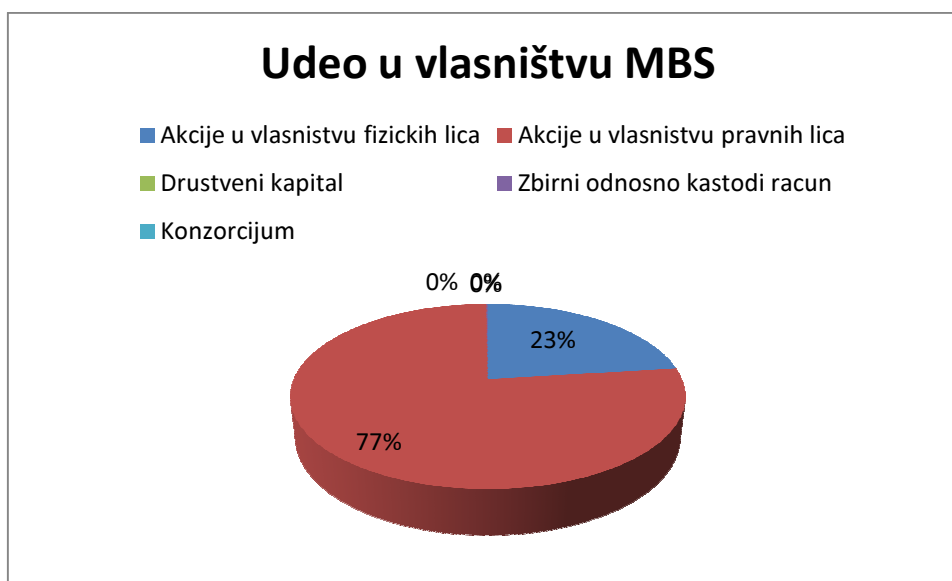
Na slici je predstavljena računica koju rukovodstvo MBS-a predstavlja na svom zvaničnom sajtu kao glavni razlog buduće ekspanzije tržišta grejnih tela koja rade na čvrsta goriva, uz napomenu da MBS konstantno radi na unapređenju sopstvenih proizvoda u cilju održavanja konkurentnosti.

Tržišna orijentacija uz praćenje svetskih trendova u konstrukciji, ceni i dizajnu proizvoda, garantuju budućnost i novu viziju MBS-a, uz zadovoljstvo krajnjih korisnika. Vizija MBS je da u narednih pet godina postane jedan od tri najveća lidera u proizvodnji i plasmanu šporeta na čvrsto gorivo u Evropi (AD Milan Blagojević, 2013). Ostvarene su saradnje sa francusko-belgijskom firmom Artur-Martin, korporacijom Candy, kompanijama Hoover, Rosieres, Zerowatt, Iberna, Kelvinator, Otsein i Gasfire.

Fabrika je osnovana 1923. godine, a 1998. godine je izvršena svojinska transformacija u akcionarsko društvo sa 31.69% društvenog, i 68.31% akcijskog kapitala.

Kapital kompanije je podeljen na 126000 akcija nominalne vrednosti od 600 dinara. Udeo u vlasništvu kompanije Milan Blagojević iz Smedereva na dan 09.12.2013. godine najjednostavnije je prikazati tabelom:

Akcije u vlasništvu fizičkih lica	29027	23.04%
Akcije u vlasništvu pravnih lica	96795	76.82%
Društveni kapital	0	0.00%
Zbirni odnosno kastodi račun	178	0.14%
Konzorcijum	0	0.00%
Ukupno	126000	100.00%



6.1 Osnovni pokazatelji kompanije MBS

Vrednost investicija kompanije MBS na dan 31.12.2012. godine je iznosila 13449.28 hiljada evra. 8096.38 hiljada evra tih investicija finansirano je sopstvenim izvorima (kapitalom) i ta pozicija u prethodne tri godine beleži stabilan rast (2012/2011. godinu rast neto kapitala je iznosio 44%). Ostatak investicija finansirano je pozajmljenim izvorima (obavezama). Obavljajući primarne poslovne aktivnosti kompanija je u toku 2012. godine ostvarila 14844.37 hiljada evra prihoda, što predstavlja rast od 29% u odnosu na prethodnu godinu. To je posledica aktivne marketinške kampanje koju kompanija vodi i koja je dovela do povećanja prodaje na domaćem tržištu i povećanja prihoda koji kompanija generiše iz izvoza.

Rashodi primarne poslovne aktivnosti su bili manji od tog iznosa, pa je ostvaren poslovni dobitak perioda u iznosu od 3411.29 hiljada evra. Nakon negativnog uticaja finansijskih i ostalih stavki, ostvaren je neto dobitak u iznosu od 2921.07 hiljada evra koji će uvećati sopstvene izvore. Neto dobitak je 2011. godine iznosio 1176.90 hiljada evra, a 2010. godine 161.96 hiljada evra, što jasno pokazuje da plan rukovodstva kompanije MBS već treću godinu za redom ostvaruje svoj zadati cilj.

Broj zaposlenih lica u istom periodu je bio 360.

6.2 Zaduzenost kompanije MBS

Kompanija MBS finansira 39.80% svoje imovine iz pozajmljenih izvora, a na 15.44% se obračunava kamata. Oba udela su veoma visoka, ali prava vrednost ovih pokazatelja se dobija tek kada se sagledaju u vremenskoj perspektivi.

Zaduzenost MBS u prethodne četiri godine

	2012	2011	2010	2009
Racio zaduzenosti	39.80%	57.95%	70.92%	73.63%
Racio kamatonosne zaduzenosti	15.44%	27.19%	43.87%	57.07%

Iz date tabele se jasno vidi da se zaduzenost kompanije smanjuje, a razlog za to je povećanje imovine preduzeća čime se udeo imovine koja se finansira iz pozajmljenih izvora smanjuje.

6.3 Likvidnost kompanije MBS

MBS je na 31.12.2012. godine je imao za 4192.76 hiljada evra veću vrednost kratkoročnih obaveza od vrednosti obrtno imovine. Pokrivenost kratkoročnih obaveza obrtnom imovinom je bila na nivou od 185%, obrtnom imovinom bez zaliha, poreskih kredita i aktivnih vremenskih razgraničenja na nivou od 24%, a gotovinom i gotovinskim ekvivalentima na nivou od 9%.

6.4 Profitabilnost kompanije MBS

MBS je u 2012. godini ostvario neto rezultat koji je iznosio 19.68% (2011. godine 10.21%, 2010. godine 1.85%, 2009. godine 0.17%) u odnosu na vrednost poslovnih prihoda, i 36.08% u odnosu na vrednost vlasničkog kapitala (2011. godine 20.93%, a 2010. 4.37%). Poslovni rezultat je iznosio 22.98% od vrednosti poslovnih prihoda, 25.36% u odnosu na vrednost poslovne imovine i 25.64% u odnosu na sredstva koja su uložena u njegovo ostvarivanje. Investitori u društvo (vlasnici i poverioci) su ostvarili prosečnu stopu od 27.77% na uložena sredstva.

6.5 Periodi konverzije MBS

Kompaniji je u 2012. godini u proseku bilo potrebno 146 dana da proizvede i proda stavke koje se nalaze na zalihama, 13 dana da naplati potraživanja nastala na osnovu prodaje, tako da je gotovina u proseku 159 dana bila vezana u procesu proizvodnje i prodaje.

Sa druge strane MBS je u prosečno 26 dana plaćao obaveze svojim dobavljačima, tako da je u proseku svega 133 dana vezivao gotovinu.

6.6 Kreditna analiza MBS

Koristeći Z skor metodologiju, izračunali smo vrednosti i verovatnoće bankrotstva za MBS u sledeće dve godine:

T1 = Neto obrtni fond / Poslovna imovina	0.31	0.10	0.05	-0.01
T2 = Neraspoređeni dobitak / Poslovna imovina	0.31	0.10	0.02	0.00
T3 = EBIT / Poslovna imovina	0.23	0.09	0.02	0.00
T4 = Kapital / Ukupne obaveze	1.51	0.73	0.41	0.36
T5 = Poslovni prihodi / Poslovna imovina	1.10	0.86	0.69	0.57
Z skor za privatna privredna društva	2.95	1.61	0.96	0.73
Z' skor implicirana verovatnoća stečaja za privatna društva	4.97 %	16.61 %	27.76 %	32.61 %
Z skor za industrijska društva i društva koja posluju na tržištima u razvoju	6.22	2.39	0.90	0.33
Z'' skor implicirana verovatnoća stečaja za društva koja pripadaju tržištima u razvoju	0.20 %	8.37 %	29.00 %	41.90 %

Kompanija MBS je u 2012. godini u skladu sa Z skor metodologijom svrstana u „bezbednu“ zonu kreditne sposobnosti. Implicirana verovatnoća stečaja u naredne dve godine je u skladu sa modelom za privatna društva bila 4.97%, odnosno 0.20% u skladu sa modelom za društva koja pripadaju tržištima u razvoju.

Ono što je zanimljivo jeste da je kompanija samo prošle godine prema Z skoru za privatna privredna društva bila svrstana u sivu zonu, sa verovatnoćom bankrotstva od 16.61%, a samo godinu dana pre toga, kompanija se nalazila u problematičnoj zoni sa verovatnoćom bankrotstva od čak 27.76%.

Ako se uzme u obzir da je data formula računanja Z skora za privatna privredna društva preciznija u diskriminaciji, još više se zanimljivijom čini dobijena verovatnoća bankrotstva u 2009. godini koristeći Z skor za industrijska društva i društva koja posluju na tržištima u razvoju od čak 41.90%.

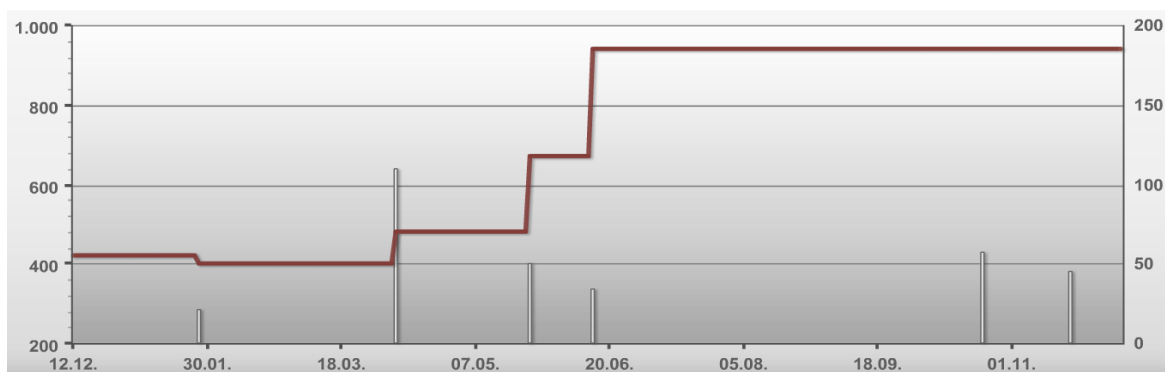
Originalna Altmanova formula koja koristi tržišnu kapitalizaciju prilikom računanja T4 pokazatelja dala je za 2012. godinu rezultat od 2.80 čime je kompanija MBS svrstana u sivu zonu, ali smatramo da je to predviđanje suviše pesimistično usled prividne potcenjenosti akcija MBS-a na Beogradskoj berzi.

6.7 Tržišno knjigovodstveni pokazatelji MBS

Tržišna vrednost akcija kompanije MBS na dan 09.12.2013. iznosila je 940 dinara po akciji. Broj hartija koji je bio u slobodnom trgovanju je 126000. Simbol hartije od vrednosti na berzi je MBLS, a metod trgovanja je metod preovlađujuće cene.

Množeći prethodna dva pokazatelja dobijamo vrednost tržišne kapitalizacije od 118440000 dinara.

Kretanje cene akcija MBS na Beogradskoj berzi u poslednjih godinu dana je prikazano na sledećem grafikonu:



Zarada po akciji za 2012. godinu iznosi 2636,34 dinara, što nas dovodi do veoma niskog P/E racia od samo 0.36. Ovakav P/E ratio govori da investitori nisu spremni da plate cenu akcije čak i ako je ona manja od zarade koju je kompanija ostvarila u prethodnoj godini, što može biti jedan od znakova skrivenih problema.

P/B ratio iznosi 0.13, i uzimajući u obzir da knjigovodstvena vrednost kompanije raste, a da akcije MBS na berzi za sada ne pokazuju veliki promet, može se desiti da bude i niži.

Pregled datih jemstava dat je sledećom tabelom:

<u>Naziv banke</u>	<u>Vrsta plasmana</u>	<u>Datum odobrenja</u>	<u>Iznos</u>	<u>Datum Dospeća</u>	<u>Obezbeđenje</u>
Banca Intesa	jemstvo za AD "Invej" Zemun	26.12.2008	591.666.666 dinara	24.12.2015.	hipoteka, zaloga (Napomena 6)
Komercijalna banka	jemstvo za AD "Vital" Vrbas	30.03.2010	8.000.000 eura	13.04.2016.	menice
Komercijalna banka	jemstvo za AD "Vital" Vrbas	06.07.2012	4.000.000 eura	06.07.2016.	menice
Komercijalna banka	jemstvo za AD "Sunce" Sombor	06.07.2012	5.000.000 eura	06.07.2016.	menice
Univerzal banka	jemstvo za AD "Invej" Zemun	23.08.2012	2.650.000 eura	06.11.2013.	menice
Univerzal banka	jemstvo za AD "Pekarska industrija" Zemun	09.11.2012	1.700.000 eura	06.05.2014.	menice

Tražeci razloge za tako nisku cenu kompanije koja deluje više nego uspešna prema bilansima, nailazi se na informaciju koju je nezavisni revizor istakao u napomenama uz finansijske izveštaje, koja se tiče jemstava koja je kompanija dala drugim preduzećima prilikom podizanja kredita kod domaćih banaka, a stoji u sekciji 31. potencijalne obaveze u napomenama.

KOMPANIJA	Vital Vrbas	Invej Zemun	Pekarska industrija Zemun	Sunce Sombor
Iznos duga	1295888400	891052271	192058690	564878500
AOP 12 Obrtna imovina	5805911	20818187	565113	2410723
AOP 22 Poslovna imovina	7292462	38981148	1556171	3683844
AOP 101 Akcionarski kapital	3256568	11029973	90754	2852585
AOP 108 Neraspoređeni dobitak	932750	7025203	0	631705
AOP 111 Dugoročna rezervisanja	3968985	26971290	1465417	768174
AOP 116 Kratkoročne obaveze	1922679	13308512	1075886	170058
AOP 201 Poslovni prihodi	5008265	14880079	1840254	1023074
EBIT	-309926	464117	-126307	-301425
T1	0.532499449	0.192648893	-0.328224212	0.608241011
T2	0.127906049	0.180220526	0	0.171479846
	-	-	-	-
T3	0.042499502	0.011906191	-0.081165245	0.081823497
T4	0.820503983	0.408952371	0.061930495	3.713462054
T5	0.686772862	0.381725007	1.18255256	0.277719143
Z'	1.39	0.88	0.72	2.16
P(Z')	19.97%	29.31%	32.77%	10.30%
Z''	4.49	2.36	-2.63	7.90
P(Z'')	1.11%	8.62%	93.30%	0.04%
Verovatnoća neizvršenja	16.20%	25.17%	44.87%	8.25%
Potencijalna obaveza	209929183.7	224282045.2	86185339.67	46603897.87
Ukupno				567000466.4

U prethodnoj tabeli, taksativno smo izneli podatke preuzete sa zvaničnog sajta Agencije za privredne registre. Za svaku od kompanija kojima je MBS bio jemac prilikom podizanja kredita, izračunata je vrednost Altmanovog Z skora za privatna privredna društva i Z skora za industrijska društva koja posluju na tržištima u razvoju.

Da bi procena bila izvršena što objektivnije, ukupnu verovatnoću neizvršenja obaveza od strane kompanija smo računali kao kombinaciju oba Z skora, i to u onoj meri u kojoj se formula pokazala relevantnom za uslove na našem tržištu. Prema slobodnoj proceni ponderisani koeficijenti su bili 0.80 za Z' i 0.20 za Z'' skor.

Dobijene verovatnoće smo množili sa vrednošću kredita koji se otplaćuje da bi smo kvantifikovali veličinu potencijalne obaveze koju je kompanija MBS preuzela na sebe.

Izračunata potencijalna obaveza u vrednosti od 567000466.4 dinara, predstavlja 0.371 od poslednje izmerene ukupne aktive sa kojom kompanija trenutno posluje, a 1.152 puta veću vrednost od procenjene stalne imovine MBS.

Velika opreznost investitora prilikom kupovine akcija ove kompanije prouzrokovana je problematičnim potencijalnim obavezama koje je kompanija preuzela na sebe, i nerešenom vlasničkom strukturom gde među prvih deset akcionara preduzeća (posmatrano prema vlasničkom udelu, čak tri imaju sudske blokade na svoje akcije.

Akcionar INVEJ AD, na osnovu rešenja Višeg suda u Beogradu ima privremenu meru zabrane otuđenja i opterećenja akcijama izdavaoca na 64450 akcija.

MD NINI D.O.O. na osnovu rešenja Višeg suda u Beogradu ima privremenu meru zabrane otuđenja i opterećenja akcijama izdavaoca na 1269 akcija.

Žitopromet AD na osnovu rešenja Višeg suda u Beogradu ima privremenu meru zabrane otuđenja i opterećenja akcijama izdavaoca na 646 akcija.

I pored problematične vlasničke strukture, smatramo da se kompanija nalazi na dobrom putu ekspanzije i razvitka, a za dalje ulaganje u akcije kompanije trebalo bi detaljnije proučiti koliki je rizik neizvršavanja obaveza prema bankama u slučaju kredita za koje je MBS jemac.

6.8 Finansijski izveštaji MBS za 2012. godinu – deo koji je korišćen u primeru analize

Bilans stanja sa stanjem na dan 31.12.2012. godine			
Naziv pozicije	AOP	iznosi u 000 dinara	
		Tekuća godina	
A. STALNA IMOVINA (002+003+004+005+009)	1	492,330.00 Din.	32%
III. NEMATERIJALNA ULAGANJA	4	378.00 Din.	0%
IV. NEKRETNINE, POSTROJENJA, OPREMA I BIOLOŠKA SREDSTVA (006+007+008)	5	479,789.00 Din.	31%
1. Nekretnine, postrojenja i oprema	6	479,789.00 Din.	31%
2. Investicione nekretnine	7	- Din.	0%
V. DUGOROČNI FINANSIJSKI PLASMANI (010+011)	9	12,163.00 Din.	1%
1. Učešća u kapitalu	10	1,784.00 Din.	0%
2. Ostali dugoročni finansijski plasmani	11	10,379.00 Din.	1%
B. OBRTNA IMOVINA (013+014+015)	12	1,037,099.00 Din.	68%
I. ZALIHE	13	848,983.00 Din.	56%
II. STALNA SREDSTVA NAMENJENA PRODAJI I SREDSTVA POSLOVANJA KOJE SE OBUSTAVLJA	14	- Din.	0%
III. KRATKOROČNA POTRAŽIVANJA, PLASMANI I GOTOVINA (016+017+018+019+020)	15	188,116.00 Din.	12%
1. Potraživanja	16	79,709.00 Din.	5%
3. Kratkoročni finansijski plasmani	18	4,294.00 Din.	0%
4. Gotovinski ekvivalenti i gotovina	19	50,661.00 Din.	3%
5. Porez na dodatu vrednost i aktivna vremenska razgraničenja	20	53,452.00 Din.	3%
V. ODLOŽENA PORESKA SREDSTVA	21	- Din.	0%
G. POSLOVNA IMOVINA (001+012+021)	22	1,529,429.00 Din.	100%
Đ. UKUPNA AKTIVA (022+023)	24	1,529,429.00 Din.	100%
E. VANBILANSNA AKTIVA	25	- Din.	0%

Bilans stanja sa stanjem na dan 31.12.2012. godine			
Naziv pozicije	AOP	iznosi u 000 dinara	
		Tekuća godina	
A. KAPITAL (102+103+104+105+106-107+108-109-110)	101	920,707.00 Din.	60.20%
I. OSNOVNI I KAPITAL	102	75,600.00 Din.	4.94%
III. REZERVE	104	119,844.00 Din.	7.84%
IV. REVALORIZACIONE REZERVE	105	248,283.00 Din.	16.23%
V. NEREALIZOVANI DOBICI PO OSNOVU HARTIJA OD VREDNOSTI	106	- Din.	0.00%
VI. NEREALIZOVANI GUBICI PO OSNOVU HARTIJA OD VREDNOSTI	107	1,229.00 Din.	0.08%
VII. NERASPOREĐENI DOBITAK	108	478,209.00 Din.	31.27%
VIII. GUBITAK	109	- Din.	0.00%
B. DUGOROČNA REZERVISANJA I OBAVEZE (112+113+116)	111	576,442.00 Din.	37.69%
I. DUGOROČNA REZERVISANJA	112	14,416.00 Din.	0.94%
II. DUGOROČNE OBAVEZE (114 + 115)	113	1,721.00 Din.	0.11%
1. Dugoročni krediti	114	1,721.00 Din.	0.11%
2. Ostale dugoročne obaveze	115	- Din.	0.00%
III. KRATKOROČNE OBAVEZE (117+118+119+120+121+122)	116	560,305.00 Din.	36.63%
1. Kratkoročne finansijske obaveze	117	234,484.00 Din.	15.33%
3. Obaveze iz poslovanja	119	171,538.00 Din.	11.22%
4. Ostale kratkoročne obaveze	120	144,043.00 Din.	9.42%
5. Obaveze po osnovu poreza na dodatu vrednost i ostalih javnih prihoda i pasivna vremenska razgraničenja	121	1,517.00 Din.	0.10%
6. Obaveze po osnovu poreza na dobitak	122	8,723.00 Din.	0.57%
V. ODLOŽENE PORESKE OBAVEZE	123	32,280.00 Din.	2.11%
G. UKUPNA PASIVA (101+111 +123)	124	1,529,429.00 Din.	100.00%
D. VANBILANSNA PASIVA	125	252,100.00 Din.	16.48%

Bilans uspeha u periodu od 01.01.2012 do 31.12.2012. godine			
Naziv pozicije	AOP	iznosi u 000 dinara	
		Tekuća godina	
I. POSLOVNI PRIHODI (202+203+204-205+206)	201	1,688,077.00 Din.	100.00%
1. Prihodi od prodaje	202	1,712,144.00 Din.	101.43%
2. Prihodi od aktiviranja učinaka i robe	203	3,352.00 Din.	0.20%
3. Povećanje vrednosti zaliha učinaka	204	- Din.	0.00%
5. Ostali poslovni prihodi	206	1,653.00 Din.	0.10%
II. POSLOVNI RASHODI (208 do 212)	207	1,300,151.00 Din.	77.02%

1. Nabavna vrednost prodate robe	208	458.00 Din.	0.03%
2. Troškovi materijala	209	924,464.00 Din.	54.76%
3. Troškovi zarada, naknada zarada i ostali lični rashodi	210	254,891.00 Din.	15.10%
4. Troškovi amortizacije i rezervisanja	211	26,440.00 Din.	1.57%
5. Ostali poslovni rashodi	212	93,898.00 Din.	5.56%
III. POSLOVNI DOBITAK (201-207)	213	387,926.00 Din.	22.98%
V. FINANSIJSKI PRIHODI	215	15,147.00 Din.	0.90%
VI. FINANSIJSKI RASHODI	216	60,747.00 Din.	3.60%
VII. OSTALI PRIHODI	217	14,634.00 Din.	0.87%
VIII. OSTALI RASHODI	218	4,725.00 Din.	0.28%
IX. DOBITAK IZ REDOVNOG POSLOVANJA PRE OPOREZIVANJA(213-214+215-216+217-218)	219	352,235.00 Din.	20.87%
B. DOBITAK PRE OPOREZIVANJA (219-220+221-222)	223	351,581.00 Din.	20.83%
1. Poreski rashod perioda	225	8,723.00 Din.	0.52%
3. Odloženi poreski prihodi perioda	227	- Din.	0.00%
Đ. NETO DOBITAK (223-224-225-226+227-228)	229	332,179.00 Din.	19.68%

7 Tim sistem Stara Pazova

Osnovan 1999. godine, Tim sistem d.o.o. je već u prvoj deceniji svog postojanja zauzeo jedno od vodećih mesta u proizvodnji peći i šporeta na drvo u regionu zapadnog Balkana i jugoistočne Evrope. Prvi modeli, samo malo bolja ognjišta pokrivena metalnim limom, razvili su se u lepe, keramikom obložene, peći sa najkvalitetnijim vatrostalnim staklom i vrhunskim termo-otpornim bojama (Tim sistem, 2013).

Danas, na desetine hiljada "TIM SISTEM" peći i šporeta pružaju osećaj topline doma i domaće kuhinje uz ogromno zadovoljstvo jednostavnog rukovanja i sjajan osećaj dobre uštede.

Proizvodno-poslovni objekti i magacini Tim sistema, površine preko 7000 m², idealno su pozicionirani u industrijskom parku u Novoj Pazovi, nedaleko od Beograda.

Najsavremenije mašine omogućavaju visok kvalitet i visoku efikasnost, a vrhunska laboratorija za razvoj, testiranje i kontrolu, pruža mogućnost stalnog usavršavanja i odgovora na sve zahtevnije i više ekološke standarde i standarde kvaliteta. Jedina su kompanija u regionu koja izdvaja sredstva za istraživanje i razvoj.

Tim sistem peći i šporeti ispunjavaju neophodne i striktne EU standarde u pogledu emisije štetnih gasova i energetske efikasnosti i poseduju CE potvrdu kvaliteta ovlašćenog instituta.

Preduzeće je registrovano u obliku društva ograničene odgovornosti, a ovlašćeno lice je Aleksandar Vuković.

7.1 Osnovni pokazatelji Tim sistema

Vrednost poslovne imovine Tim sistema na dan 31.12.2012. godine je iznosila 3414.68 hiljada evra. Pri tom je 1422.88 hiljada evra te imovine finansirano sopstvenim izvorima (kapitalom), a ostatak pozajmljenim izvorima (obavezama). Obavljajući primarne poslovne aktivnosti preduzeće je u toku 2012. godine ostvarilo 2804.81 hiljada evra prihoda. Rashodi primarne poslovne aktivnosti su bili manji od tog iznosa, pa je ostvaren poslovni dobitak perioda u iznosu od 298.70 hiljada evra. Nakon negativnog uticaja finansijskih i ostalih stavki, ostvaren je neto dobitak u iznosu od 126.93 hiljada evra koji će uvećati sopstvene izvore. Broj zaposlenih lica u istom periodu je bio 98.

Sve stavke su dosta stabilne osim stavki poslovnog i neto rezultata koje su preokrenule negativan trend koji je važio u prethodne tri godine. I pored toga što su poslovni prihodi bili stabilni, vrednosti poslovnih rezultata su opadale iz godine u godinu. Poslovni rezultat je u periodu 2011-2012. godine zabeležio rast od 690%, a u prethodnom periodu su vrednosti smanjivane za u proseku oko 100 hiljada evra godišnje.

7.2 Zaduženost Tim sistema

Tim sistem finansira 58.33% svoje imovine iz pozajmljenih izvora, a na 30.04% se obračunava kamata. Oba racia ne pokazuju velike promene tokom godina, pa samim tim ne skreću pažnju na neke nelogičnosti u poslovanju.

7.3 Likvidnost Tim sistema

Tim sistem je na 31.12.2012. godine je imao za 545.29 hiljada evra veću vrednost kratkoročnih obaveza od vrednosti obrtno imovine. Pokrivenost kratkoročnih obaveza obrtnom imovinom je bila na nivou od 143%, a gotovinom i gotovinskim ekvivalentima na nivou od 0%. Pokrivenost kratkoročnih obaveza obrtnom imovinom, ali bez zaliha, poreskih kredita i aktivnih vremenskih razgraničenja bila je 49%,.

Tekući racio od 143% bi bio dovoljan da kompanija poseduje zalihe koje se lako mogu pretvoriti u gotovinu, ali pošto znamo da je period konverzije zaliha Tim sistema 137 dana, a prosečan period naplate potraživanja 59 dana skloni smo utisku da gotovina i gotovinski ekvivalenti nisu u najboljem odnosu niti sa zalihama, niti sa obrtnim sredstvima.

Kompanija izmiruje svoje dospele obaveze, ali je prosečan period plaćanja može biti kraći.

7.4 Profitabilnost Tim sistema

Tim sistem je u 2012. godini ostvario neto rezultat koji je iznosio 4,53% u odnosu na vrednost poslovnih prihoda, što je rezultat koji je daleko ispod onog koji ostvaruju vodeće kompanije u grani u zemlji, a 8.92 % u odnosu na vrednost vlasničkog kapitala. Poslovni rezultat je iznosio 10.65% od vrednosti poslovnih prihoda, a 8.75 % u odnosu na vrednost poslovne imovine, i isti procenat je ostvaren kao stopa prinosa u primarnoj poslovnoj delatnosti. Investitori u društvo (vlasnici i poverioci) su ostvarili prosečnu stopu od 7.87% na uložena sredstva, što je bolji rezultat u odnosu na većinu alternativnih načina investiranja koji se nude na našem tržištu. Svi pokazatelji pokazuju velike oscilacije tokom prethodne četiri godine.

7.5 Periodi konverzije Tim sistema

Prosečan period naplate potraživanja koji je u 2012. godini zabeležio Tim sistem je 59 dana. Kada se na to doda da je bilo potrebno 137 dana da se proizvod napravi i proda, dolazi se do perioda potraživanja od 196 dana. Uzimamo u obzir da su dobavljači u proseku čekali 101 dan da Tim sistem plati svoje obaveze i dobijamo da je period konverzije gotovine 95 dana.

7.6 Kreditna analiza Tim sistema

Koristeći Altmanovu Z skor metodologiju, izračunali smo vrednosti i verovatnoće bankrotstva Tim sistema u sledeće dve godine:

Godina poslovanja	2012	2011	2010	2009
T1 = Neto obrtni fond / Poslovna imovina	0.16	0.10	0.20	-0.01
T2 = Neraspoređeni dobitak / Poslovna imovina	0.30	0.29	0.28	0.30
T3 = EBIT / Poslovna imovina	0.06	0.04	0.05	0.21
T4 = Kapital / Ukupne obaveze	0.71	0.69	0.65	0.79
T5 = Poslovni prihodi / Poslovna imovina	0.82	0.69	0.61	0.87
Z skor za privatna privredna društva	1.69	1.40	1.41	2.11
Z' skor implicirana verovatnoća stečaja za privatna društva	15.63 %	19.73 %	19.63 %	10.85 %
Z skor za industrijska društva i društva koja posluju na tržištima u razvoju	3.21	2.54	3.21	3.19
Z'' skor implicirana verovatnoća stečaja za društva koja pripadaju tržištima u razvoju	3.88%	7.29%	3.88%	3.96%

Dolazimo do zaključka da kompanija Tim sistem u 2012. godini prema formuli Z skora za privatna privredna društva spada u sivu zonu, gde se nalazi već četiri godine.

Prema formuli za industrijska društva i društva koja posluju na tržištima u razvoju Tim sistem je 2012. godine u bezbednoj zoni, ali moramo još jednom da podsetimo da je prva formula preciznija u diskriminaciji na našem tržištu.

7.7 Finansijski izveštaji Tim sistema za 2012. godinu deo koji je korišćen u primeru analize

Bilans stanja sa stanjem na dan 31.12.2012. godine			
Naziv pozicije	AOP	iznosi u 000 dinara	
		Tekuća godina	
A. STALNA IMOVINA (002+003+004+005+009)	1	183,350.00 Din.	47.22%
III. NEMATERIJALNA ULAGANJA	4	3,052.00 Din.	0.79%
IV. NEKRETNINE, POSTROJENJA, OPREMA I BIOLOŠKA SREDSTVA (006+007+008)	5	180,298.00 Din.	46.43%
1. Nekretnine, postrojenja i oprema	6	180,298.00 Din.	46.43%
2. Investicione nekretnine	7	- Din.	0.00%
V. DUGOROČNI FINANSIJSKI PLASMANI (010+011)	9	- Din.	0.00%

1. Učešća u kapitalu	10	- Din.	0.00%
2. Ostali dugoročni finansijski plasmani	11	- Din.	0.00%
B. OBRTNA IMOVINA (013+014+015)	12	204,962.00 Din.	52.78%
I. ZALIHE	13	120,408.00 Din.	31.01%
II. STALNA SREDSTVA NAMENJENA PRODAJI I SREDSTVA POSLOVANJA KOJE SE OBUSTAVLJA	14	- Din.	0.00%
III. KRATKOROČNA POTRAŽIVANJA, PLASMANI I GOTOVINA (016+017+018+019+020)	15	84,554.00 Din.	21.77%
1. Potraživanja	16	69,924.00 Din.	18.01%
3. Kratkoročni finansijski plasmani	18	- Din.	0.00%
4. Gotovinski ekvivalenti i gotovina	19	640.00 Din.	0.16%
5. Porez na dodatu vrednost i aktivna vremenska razgraničenja	20	13,976.00 Din.	3.60%
V. ODLOŽENA PORESKA SREDSTVA	21	- Din.	0.00%
G. POSLOVNA IMOVINA (001+012+021)	22	388,312.00 Din.	100.00%
Đ. UKUPNA AKTIVA (022+023)	24	388,312.00 Din.	100.00%
E. VANBILANSNA AKTIVA	25	- Din.	0.00%

Bilans stanja sa stanjem na dan 31.12.2012. godine			
Naziv pozicije	AOP	iznosi u 000 dinara	
		Tekuća godina	
A. KAPITAL (102+103+104+105+106-107+108-109-110)	101	161,807.00 Din.	41.67%
I. OSNOVNI I KAPITAL	102	2,401.00 Din.	0.62%
III. REZERVE	104	15,824.00 Din.	4.08%
IV. REVALORIZACIONE REZERVE	105	25,682.00 Din.	6.61%
V. NEREALIZOVANI DOBICI PO OSNOVU HARTIJA OD VREDNOSTI	106	- Din.	0.00%
VI. NEREALIZOVANI GUBICI PO OSNOVU HARTIJA OD VREDNOSTI	107	- Din.	0.00%
VII. NERASPOREĐENI DOBITAK	108	117,900.00 Din.	30.36%
VIII. GUBITAK	109	- Din.	0.00%
B. DUGOROČNA REZERVISANJA I OBAVEZE (112+113+116)	111	226,505.00 Din.	58.33%
I. DUGOROČNA REZERVISANJA	112	- Din.	0.00%
II. DUGOROČNE OBAVEZE (114 + 115)	113	83,553.00 Din.	21.52%
1. Dugoročni krediti	114	78,693.00 Din.	20.27%
2. Ostale dugoročne obaveze	115	4,860.00 Din.	1.25%
III. KRATKOROČNE OBAVEZE (117+118+119+120+121+122)	116	142,952.00 Din.	36.81%
1. Kratkoročne finansijske obaveze	117	33,087.00 Din.	8.52%
3. Obaveze iz poslovanja	119	103,825.00 Din.	26.74%

4. Ostale kratkoročne obaveze	120	5,993.00 Din.	1.54%
5. Obaveze po osnovu poreza na dodatu vrednost i ostalih javnih prihoda i pasivna vremenska razgraničenja	121	47.00 Din.	0.01%
6. Obaveze po osnovu poreza na dobitak	122	- Din.	0.00%
V. ODLOŽENE PORESKE OBAVEZE	123	- Din.	0.00%
G. UKUPNA PASIVA (101+111 +123)	124	388,312.00 Din.	100.00%
D. VANBILANSNA PASIVA	125	- Din.	0.00%

Bilans uspeha u periodu od 01.01.2012 do 31.12.2012. godine			
Naziv pozicije	AOP	iznosi u 000 dinara	
		Tekuća godina	
I. POSLOVNI PRIHODI (202+203+204-205+206)	201	318,958.00 Din.	100.00%
1. Prihodi od prodaje	202	359,483.00 Din.	112.71%
2. Prihodi od aktiviranja učinaka i robe	203	- Din.	0.00%
3. Povećanje vrednosti zaliha učinaka	204	- Din.	0.00%
5. Ostali poslovni prihodi	206	- Din.	0.00%
II. POSLOVNI RASHODI (208 do 212)	207	284,990.00 Din.	89.35%
1. Nabavna vrednost prodate robe	208	12,522.00 Din.	3.93%
2. Troškovi materijala	209	177,177.00 Din.	55.55%
3. Troškovi zarada, naknada zarada i ostali lični rashodi	210	61,538.00 Din.	19.29%
4. Troškovi amortizacije i rezervisanja	211	16,781.00 Din.	5.26%
5. Ostali poslovni rashodi	212	16,972.00 Din.	5.32%
III. POSLOVNI DOBITAK (201-207)	213	33,968.00 Din.	10.65%
V. FINANSIJSKI PRIHODI	215	3,093.00 Din.	0.97%
VI. FINANSIJSKI RASHODI	216	25,150.00 Din.	7.89%
VII. OSTALI PRIHODI	217	2,872.00 Din.	0.90%
VIII. OSTALI RASHODI	218	349.00 Din.	0.11%
IX. DOBITAK IZ REDOVNOG POSLOVANJA PRE OPOREZIVANJA(213-214+215-216+217-218)	219	14,434.00 Din.	4.53%
B. DOBITAK PRE OPOREZIVANJA (219-220+221-222)	223	14,434.00 Din.	4.53%
1. Poreski rashod perioda	225	- Din.	0.00%
3. Odloženi poreski prihodi perioda	227	- Din.	0.00%
Đ. NETO DOBITAK (223-224-225-226+227-228)	229	14,434.00 Din.	4.53%

8 Zaključak

Domaće kompanije za proizvodnju neelektričnih uređaja za domove, i pored problematične situacije u zemlji (stopa inflacije u Srbiji u 2012. godini je iznosila 12.2%, dok je u zemljama evrozone iznosila 2.6%, javni dug Srbije iznosio je 59.5% BDP-a, a platni bilans -1.5% BDP), pokazuju veliki potencijal u daljem razvoju. Prateći nove trendove i podsticaje EU tržište peći i kotlova na čvrsta goriva se povećalo, a naše kompanije su zahvaljujući dobroj pozicioniranosti u prilici da profitiraju. Posmatrajući na duži rok ulaganje u kompaniju kakva je Alfa plam čini se logičnim, rezultati i tržišna pozicija govore tome u prilog, ali kompanija Milan Blagojević iz Smedereva velikim koracima nadoknađuje razliku koju je Alfa plam napravio. Svi krediti za koje je MBS dao jemstvo dolaze na naplatu 2016. godine, ali smatramo da će do tada cena akcija na berzi značajno promeniti vrednost. Ukoliko su investitori upoznati sa potencijalnom volatilnošću akcija MBS, preporučuje se investiranje u kompaniju uz povećanu opreznost prilikom perioda dospeća kredita (nijedan zasebno nema dovoljnu vrednost da zaustavi poslovanje, ali cena akcije je veoma osetljiva na percepciju kompanije od strane investitora, a jedna od zaloga je i glavna proizvodna zgrada). Tim sistem, kao mlada kompanija kada se uporedi sa prethodne dve, nalazi se pred velikim izazovom. Ukoliko uspeju da plasiraju svoje proizvode na inostrano tržište, i da pri tome uslovi plasiranja budu takvi da povećaju ukupnu rentabilnost poslovanja smatramo da će biti jedan od glavnih pretendena za ulazak među prvih pet proizvođača peći u južnoj i istočnoj Evropi, što i jeste jedan od ciljeva kompanije.

9 Literatura

AD Milan Blagojević. 2013. MBS. [Na mreži] 29 november 2013. [Citirano: 09 december 2013.] <http://www.mbs.rs/pocetna.html>.

Aleksandar, Vasiljević. 2011. *Mogućnost korišćenja biomase kao obnovljivog i ekološki prihvatljivog izvora energije*. Beograd : Srbija šume, 2011.

Bodie, Zvi, Kane, Alex / Marcus, Alan J. 2009. Pokazatelji likvidnosti. *Osnovi investicija*. Beograd : Datastatus, 2009, str. 440-444.

Europe, United Nations Economic Commission for 2013. UNECE/FAO survey confirms wood as leading source of renewable energy in the UNECE region. [Na mreži] 24 April 2013. [Citirano: 6 December 2013.] <http://www.unece.org/index.php?id=32790>.

Knežević, Goranka. 2012. *Analiza finansijskih izveštaja*. Belgrade : Univerzitet Singidunum, 2012.

Ministarstvo energetike, razvoja i zaštite životne sredine Republike Srbije.

2013. *Energetski bilans Republike Srbije za 2013 god.* Beograd : s.n., 2013.

Moore Stephens, Revizija i računovodstvo. 2013. Napomene uz finansijske izveštaje Alfa plam. APR. [Na mreži] 21 March 2013. [Citirano: 6 December 2013.]

http://fi.apr.gov.rs/prijemfi/cir/Podaci_Komplet_1.asp?strSearch=07137923&kod=d1e49d008ee54a610a4bd03c5e68b4976fb394c1&godina=2012&pk_zag=453416.

Probert, Tim. 2012. Millicent media. [Na mreži] 4 Jul 2012. [Citirano: 6 December 2013.] <http://millicentmedia.com/2012/07/04/meeting-european-demand-for-biomass-wood-pellets/>.

Stanišić, Nemanja. 2013. SSRN. *Social Science Research Network*. [Na mreži] 27 september 2013. [Citirano: 10 november 2013.] <http://ssrn.com/abstract=2332096>.

Tim sistem. 2013. Tim sistem peći na pelet i drva. [Na mreži] 01 mart 2013. [Citirano: 09 december 2013.] http://www.timsistem.rs/index_sr.html.

UNECE. Welcome to the UNECE - Latest News. [Na mreži] [Citirano: 6 December 2013.] <http://www.unece.org/forests/jwee.html>.

Wikipedia. 2013. Wikipedia. [Na mreži] 15 November 2013. [Citirano: 6 December 2013.] http://en.wikipedia.org/wiki/Drax_power_station.