

UNIVERZITET SINGIDUNUM

POSLOVNI FAKULTET BEOGRAD



DIPLOMSKI RAD

Tema: FUNDAMENTALNA I TEHNIČKA ANALIZA 10 NAJLIKVIDNIJIH
AKCIJA NA BEOGRADSKOJ BERZI

Mentor:
Doc. dr Zoran Jović

Student:
Željka Milisavljević, III-18/2007

Beograd, 2009. god.

Sažetak

Tema ovog rada je kao što sam naslov i kaže „Tehnička i fundamentalna analiza 10 najlikvidnijih akcija na Beogradskoj berzi“. Na prvi pogled, prosečnom čoveku sam naslov se čini pomalo konfuzan i nerazumljiv, a razlog za to je što se u Srbiji premalo govori uopšte o trgovanju hartijama od vrednosti i značaju berze kao finansijske institucije za razvoj jedne zemlje. Pomalo je iznenađujuće i to da iako je pre izvesnog vremena država dala šansu da učestvuju u imovini državnih preduzeća i građani, čak ni to nije stvorilo predstavu kod ljudi kako, na koji način se na berzi trguje i prema kojim principima berza uopšte funkcioniše. Upravo tu leži razlog i težnja da radova na ovu i slične teme treba da ima što više.

Rad naime, čine dva povelika poglavlja, pri čemu prvi predstavlja istorijski razvoj tehničke i fundamentalne analize, odnosno usavršavanje različitih metoda kroz istoriju kako bi se što preciznije predvidela budućnost kretanja na finansijskim tržištima. Dakle, navedeni su razlozi zašto, u kojoj meri i kojim metodama se kroz istoriju davala veća prednost u odnosu na neke druge, kao i načini na koje su nedostaci pojedinih metoda i prepreke prevazilaženi. Radi se o matematičkim, statističkim relacijama, grafičkim prikazima, zatim o različitim faktorima koji imaju uticaja na kretanje pojedinih kategorija koje su deo posmatrane pojave. Drugi deo ovog rada predstavlja analizu deset najlikvidnijih akcija na Beogradskoj berzi, primenom napred pomenutih metoda, pri čemu je dat kraći prikaz metoda koje imaju primat na Beogradskoj berzi.

Inspiraciju i ideju za ovaj rad, dao je Prof. dr Jeremić Zoran svojim predavanjem koje je u više navrata održao u Valjevu.

Ključne reči: *Beogradska berza, tehnička i fundamentalna analiza.*

Abstract

The theme of this paper is as I have the title and said "Technical and fundamental analysis of the 10 most liquid shares on the BSE. At first glance, the average man very title seems a bit confused and unintelligible, and the reason for this is that in Serbia, says little about the general trading in securities and stock exchanges as well as the importance of financial institutions for the development of a country. Somewhat surprisingly, and that although some time ago gave the state a chance to participate in the assets of state enterprises and citizens, even that is not created for people to play, how to market and traded according to market principles, which generally works. Therein lies the reason and the urge to work on this and similar issues should have more.

Working namely, the two are pretty large chapters, the first is the historical development of technical and fundamental analysis, and development of various methods throughout history in order to more accurately predicted future developments in financial markets. Therefore, it listed the reasons why, to what extent and by which methods through history gave greater advantage over the other, as well as ways in which the disadvantages of the methods and obstacles prevazilaženi. It is a mathematical, statistical relations, graphics, and the different factors that influence the movement of certain categories that are part of the observed phenomena. The second part of this paper provides an analysis of the ten most liquid shares on the BSE, using the abovementioned method, with a short view is given of methods that have precedence on the BSE.

Inspiration and ideas for this work, gave Professor. Dr. Zoran Jeremic his lecture, which has repeatedly held in Valjevo.

Keywords: *Belgrade Stock Exchange, technical and fundamental analysis.*

SADRŽAJ:

UVOD	6
I GLAVA	9
NAČIN RADA, PRINCIPI, VRSTE I FUNKCIJE BERZE	9
1. Način rada berze	10
2. Principi nastanka i rada berze	10
3. Vrste berzi	11
4. Funkcije berze.....	13
4.1. Listing	13
4.2. Trgovanje	14
4.3. Kliring i saldiranje	14
4.4. Informisanje	17
II GLAVA.....	19
AKCIJE KAO PREDMET TRGOVANJA NA BERZAMA	19
1. Akcije kao predmet trgovanja na berzama	20
2. Efikasnost finansijskih tržišta.....	20
3. Portfelj ulagača	21
4. Test za dobro ulaganje	22
5. Selekcija ulaganja	23
6. Diversifikacija.....	24
III GLAVA	25
CENE I FAKTORI CENA AKCIJA.....	25
1. Cene akcija i njihovo izračunavanje	26
1.1. Metode za analizu cena akcija.....	27
2. Faktori cena akcija	33
2.1. Zarade	34
2.2. Odnos cena – zarada	34
2.3. Dividende	35
2.4. Prihodi od akcija.....	35
2.5. Deobe akcija i dividende.....	35
2.6. Kamatne stope	35
2.7. Prihodi od obveznica	36
2.8. Cena robe	36
2.9. Društveni bruto proizvod	36
IV GLAVA	37
FUNDAMENTALNA I TEHNIČKA ANALIZA	37
1. Fundamentalna analiza.....	38
1.1. Klasična teorija o cenama akcija	39
1.2. Teorija poverenja.....	39
2. Tehnička analiza	43
2.1. Praktična primena tehničke analize	45
V GLAVA.....	57
PRIVREDNA, DRUŠTVENA I EKONOMSKA SITUACIJA U SRBIJI.....	57
1. Privredna, društvena i ekonomska situacija u Srbiji.....	58
VI GLAVA	64
BEOGRADSKA BERZA, POČETAK RADA, USPONI I PADOVI.....	64

1. Razvoj, delatnost i međunarodna saradnja Beogradske berze.....	65
1.1. Istorijat	65
1.2. Delatnost	66
1.3. Godišnji izveštaj	67
1.4. Akcionari.....	67
1.5. Međunarodna saradnja	68
2. Aktuelna kretanja na Beogradskoj berzi	69
VII GLAVA	71
BERZANSKI INDEKSI 10 NAJLIKVIDNIJIH AKCIJA NA BEOGRADSKOJ BERZI	71
1. Berzanski indeksi	72
2. Deset najlikvidnijih akcija na Beogradskoj berzi	75
2.1. „AIK Banka“	75
2.2. „Komercijalna Banka“	77
2.3. „Energoprojekt“	80
2.4. „Univerzal Banka“	84
2.5. „Agrobanka“	86
2.6. „Sojaprotein“	89
2.7. „Imlek“	92
2.8. „Metalac holding“	95
2.9. „Metals Banka“	98
2.10. „Tigar“	100
ZAKLJUČAK	103
LITERATURA:	105
WEB ADRESE:	105

„Ako ste spremni da se odreknete svega ostalog – da biste proučili ceo istorijat i pozadinu tržišta i sve glavne kompanije čije su akcije na listi, tako pažljivo kao što student medicine proučava anatomiju – ako možete da uradite sve to, i pored toga, imate dobre živce kao veliki kockar, šesto čulo poput vidovnjaka i hrabrost lava – imate malu šansu“

*Američki finansijer i politički savetnik, Bernard Baruch
(1870 – 1965)*

UVOD

Uticaj svetske finansijske krize na Srbiju krajem 2008. i početkom 2009. godine, kao važan faktor poslovanja Beogradske berze u budućnosti.

„Svetska kriza je uzela maha, mnogi je porede sa krizom 1929. godine. Međutim, teško je izvršiti komparaciju, jer su okolnosti i uslovi umnogome drugačiji.

Krizu u svetu prouzrokovala je kriza hipotekarnog tržišta u SAD, koje i do danas predstavljaju najveću svetsku silu. Došlo je do značajnog pada dolara i istovremenog rasta cena nafte i naftnih derivata. Razlog za rast cena nafte treba potražiti u enormno velikoj potražnji za naftom i naftnim derivatima u najmnogoljudnijim zemljama sveta kao što su Kina i Indija, a razlog za ogromnu potražnju je rast DBP u ovim zemljama. Usled porasta potražnje dolazi do smanjenja ponude na svetskom tržištu što prouzrokuje porast cena koji je SAD u najkraćem mogućem roku korigovao. Sada se nameće pitanje, na koji način je vršena ta korekcija?

Vratimo se na situaciju u Srbiji, tačnije na stanje na Beogradskoj berzi. Na Beogradskoj berzi u jdenom trenutku kada je došlo do rasta cena akcija, mnogi investitori su se pojavili na tržištu i investirali. Utom dolazi do pada cena što prvo pogađa manje investitore, međutim kako su oni imali manje uložениh sredstava njima je bilo lakše da ta sredstva povuku, dok veći investitori su bili prinuđeni da se odreknu dela svog prinosa. Mnogi od njih su bili „hendikepirani“, nisu mogli u trenutku da se otarase velikog broja akcija čija cena je trenutno u padu a za čiju kupovinu su utrošeni milioni evra. Postepeno su se rešavali tih akcija a dela su morali da se odreknu.

Što se tiče bankarskog sistema u Srbiji, koji je sada postavljen iznova na dobrim temeljima, predstavlja za sada najsigurniji sistem u Evropi i pored ove krize.

Naravno ova kriza će ostaviti posledice i po naš bankarski sistem, ali te posledice neće biti dramatične već će biti u vidu redukovanih novčanih priliva iz inostranstva prema Srbiji. Ali ukoliko se naš sistem u nekom dužem vremenskom periodu pokaže kao stabilan, siguran onda to može biti razlog još većih ulaganja, priliva.

Opel otpušta radnike, Mercedes ima poteškoće. Fijat se još uvek drži jer se prvenstveno bazira na proizvodnji malih automobila za kojima je potražnja uvek velika. Cena bakra rudarskog basena Bor je pala sa 8.000 na 5.500 – problemi sa privatizacijom.

Ali ukoliko se naš sistem ne pokaže stabilnim, sigurnim, ukoliko ne dođe do povećanja priliva novčanih sredstava to može prouzrokovati usporavanje našeg daljeg privrednog rasta i razvoja. Može nepovoljno uticati na privredu, na stanovništvo, na razvoj infrastrukture, gradnje, a znamo da je opšte poznato da bez dobro organizovane privrede nema ni dobre banke, i obrnuto.

Tako da ukoliko naš bankarski sistem ne prebrodi ovu krizu na najbolji mogući način biće to enormne posledice po naše bankarstvo, može dovesti do čitave razgradnje sistema. Boće posle pitanje da li će naše bankarstvo moći ponovo da se uzdigne iz pepela.“

Deo predavanja Prof. dr Zorana Jeremić, održanog 24.10.2008. god. u zgradi Opštine Valjevo, biće od posebnog značaja za kasnije izlaganje.

Pre nego što kažemo nešto uopšteno o berzi i dešavanjima na njoj neophodno je definisati pojam berze prema Zakonu. Naime, prema zakonodavstvu Republike Srbije, berza se definiše kao pravno lice koje ima dozvolu za rad komisije za hartije od vrednosti i koje obavlja poslove organizovanja trgovine hartijama od vrednosti i finansijskim derivatima, kao i druge poslove u skladu sa Zakonom o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata.

Osvrćući se na istorijski početak nastanka berze možemo reći da je berzu predstavljala samo nekolicina trgovaca koja je činila prvi krug berze. Za sve ostale učesnike koji su na neki način želeli da trguju, pristup je bio otežan, zbog niza uslova koje je trebalo ispuniti. Tako da je trgovina mogla da se obavi samo posredstvom članova kruga berze. Na taj način nastao je pojam *berzanskog mesta* koje ukoliko neko želi da posluje na berzi treba da zakupi na godišnjem nivou, naravno, opet uz ispinjenje određenih uslova, s jedne strane, kao i prihvatanje strogih pravila trgovanja, s druge strane. Samo ovlašćeni učesnici imaju pravo pristupa sali za trgovanje – berzanskom parketu. U sali za trgovanje dolazi do susreta ponude i tražnje i po toj osnovi se zaključuju poslovni ugovori.

Na parketu se nalazi više pultova koji predstavljaju mesta za trgovinu, čime se olakšava proces trgovanja i izbegavaju gužve posebno na robnim berzama. Pored posebnog odvajanja mesta trgovine na nekim robnim berzama odvaja se i vreme trgovine za različite vrste roba.

Tako, na primer, na Budimpeštanskoj terminskoj robnoj berzi trguje se žitaricama, devizama i mesom, pri čemu svaki pojedinačan predmet trgovanja ima tačno određeno vreme u toku radnog vremena kada se kupuje i prodaje.¹

Berza je takva institucija kod koje je funkcija trgovca - posrednika odvojena i stavljena iznad statusa osnivača - vlasnika.² Kod većine berzi u svetu posrednici, odnosno članovi berze su istovremeno i vlasnici, osnivači berze. U slučajevima drugačije organizacije može doći i uglavnom dolazi do sukoba interesa. Naime, članu berze je glavni cilj ostvarnje dobiti a uslov za to je dobra i efikasna organizacija berze što se postiže reinvestiranjem (dobiti berze) u samu berzu. Nasuprot tome, cilj vlasnika (osnivača berze) je što veća dividenda pri čemu se podrazumeva minimalan nivo reinvestiranja, odnosno onaj nivo koji je dovoljan da se berza održi u životu.

Ovakav sukob je nemoguće trajno rešiti, jedini način je spajanje ove dve funkcije u jedno. Primer kraha berze usled sukoba interesa je Ljubljanska robna i terminska berza (Blagovna berza) koja je doživela da ovaj sukob parališe rad berze, pa je ona, pod pritiskom vlasnika nezadovoljnih visinom prihoda, morala da potraži drugačije oblike organizovanja.³

Predmet trgovine mora biti standardizovan, što je kod novca i hartija od vrednosti već u potpunosti ustaljeno i usvojeno, dok je kod robe situacija nešto drugačija. Naime, finalnim proizvodima se zbog njihove raznolikosti ne može ni trgovati na razvijenim berzama, dok su standardizaciji podložne sirovine i proizvodi prvog stepena obrade.

Što se tiče **učesnika berze**, to mogu biti isključivo ovlašćena lica – berzanski posrednici. Prema načinu trgovanja razlikuju se dve vrste berzanskih posrednika: brokeri i dileri. Brokeri trguju na berzi u tuđe ime i za tuđ račun uz naplaćivanje provizije za obavljene poslove.

Dileri obavljaju posredničke poslove u svoje ime i za svoj račun, a zaradu ostvaruju na osnovu razlike u ceni.

¹ Štimac M., „Osnove berzanskog poslovanja“, Beograd, 2005. god., str. 26.

² Isto, op. cit. str. 26.

³ Isto, op. cit. str. 27

Trgovina na berzi može se obavljati promptno i terminski:

Promptni poslovi su oni kod kojih se plaćanje i isporuka kupljenog berzanskog materijala vrši odmah ili neposredno posle zaključenog posla. Kod nas prema važećem zakonodavstvu pod promptnom trgovinom se smatra izvršavanje zaključenih poslova odmah a najkasnije u roku od 5 dana.

Kod teminskih poslova, izvršavanje se ne obavlja odmah posle zaključenja, već se plaćanje i isporuka kupljenog berzanskog materijala obavlja nakon protoka izvesnog vremena od momenta zaključenja ugovora na berzi. (kod nas rok duži od 5 dana)

I GLAVA

NAČIN RADA, PRINCIPI, VRSTE I FUNKCIJE BERZE

1. Način rada berze

Vrši se po principu „koncentričnih krugova“⁴ u čijem centru se nalazi sama berza sa svim pratećim organizacijama i institucijama koje su neophodne kako bi se ostvario sam cilj berze – kontinuirano trgovanje. Učesnici koji su najbliži berzanskom centralnom krugu su najmalobrojniji ali imaju i najveća prava u berzanskom trgovanju. U svakom narednom krugu koji se sve više udaljava od centra stepen ovlašćenja opada. Tek nakon stvaranja prvog kruga nastaje centar berze. U centru berze se obavljalala „obračunska i garancijska funkcija“ kao i „kontrola predmeta trgovanja i učesnika u trgovanju“.⁵ Vremenom su ove funkcije ugrađene u sistem kliringa koji danas vode posebne klirinške kuće.

Imajući u vidu činjenicu da je berza jedna vrlo osetljiva institucija čiju osnovu predstavlja sigurnost trgovanja koja ujedno predstavlja i poverenje među učesnicima, moglo bi se reći da ukoliko bi se narušila sigurnost a samim tim i poverenje među učesnicima to bi u značajnoj meri ugrozilo berzu.

Sigurnost trgovanja na berzi podrazumeva ulaganje u sigurne hartije od vrednosti a to su obično hartije od vrednosti koje izdaju države ili neke prvoklasne banke i preduzeća – na američkim berzama takve hartije se zovu *blue chips* ili plavi žetoni.

2. Principi nastanka i rada berze

Berza kao institucija nastajala je i razvijala se uporedo sa razvojem ekonomije, privrede i društva. Primer takvog nastanka je Njujorška berza (*New York Stock Exchange*) koja je danas ujedno i najveća svetska berza. Njen početak razvoja otpočinje nakon američkog rata za nezavisnost u cilju prikupljanja sredstava po osnovu izdatih hartija od vrednosti, koja su bila neophodna za vođenje rata.

Osnova postojanja ove berze je efikasnost, jednostavnost, **sigurnost** i **poverenje**, bez čega je ova institucija besmislena i brzo se urušava.⁶ Onog momenta kada uticaji neberzanskih i neekonomskih faktora počnu da menjaju suštinu procesa koji se odvijaju na berzi, ona se guši. Zato se ova institucija može smatrati i savršenim proizvodom, jer može da funkcioniše samo ovakva kakva je – teško je i zamisliti proces, ili trgovinu, ili pojavu uopšte, koja bi bila samo delimično berzanska, odnosno berzanska samo do izvesne granice. To bi bilo protivrečno samoj njenoj prirodi: berza ili postoji sa svim pripadajućim osobinama, ili se o njoj ne može ni govoriti.⁷

Ovi principi na kojima je bila u početku zasnovana Njujorška berza i dan danas predstavljaju principe na kojima počiva svaka savremena berza u svetu. Međutim, značaj berze za razvoj samog okruženja je ogroman. One unapređuju ekonomiju u kojoj se razvijaju, podižu njenu proizvodnju i standard na viši nivo. Ali isto tako u velikoj meri berza se prilagođava svom okruženju. Proces prilagođavanja počinje vrlo rano, jer pored standardizacije žita kao predmeta trgovine može se trgovati lalama, cvetom ruže, mesnatom slaninom, brojlerima, kao i mnogim drugim proizvodima što opet zavisi od okruženja u kom se berza nalazi.

⁴Isto, op. cit. str. 25.

⁵Isto, op. cit. str. 28.

⁶Isto, op. cit. str. 33, 35.

⁷Isto, op. cit. str. 34.

Poverenje među učesnicima čini suštinu ne samo berzanskog poslovanja već suštinu bilo kakvog procesa i delatnosti. Kroz čitavu ljudsku istoriju pokušavao se uništiti svaki oblik poverenja i sigurnosti u društvu, kako na nivou države, kao najviše institucije tako i na nivou pojedinca kao jedinice.

Berza kao institucija ne poznaje ovakav vid urušavanja, jer ona predstavlja odraz perfekcije, savršenstva i ukoliko bi do takvog urušavanja došlo berza ne bi postojala. Samo ne postojanje berze pokazuje da to tržište nosi visok nivo nestabilnosti. „...“, dolazi se do zaključka da je institucionalizacija poverenja proces koji se odigrava između samih učesnika u trgovanju, manje- više spontano u početku. Taj proces kasnije postaje sve složeniji i biva preuzet od strane posebnih organa berzi, već prema onome što nameće razvoj samog tržišta.“⁸

Sigurnost poslovanja. Berza kao institucija obezbeđuje kako sebi tako i okruženju ne samo uslove za fer poslovanje već i sigurnost koja predstavlja ključ uspeha.

U procesu institucionalizacije sigurnosti mogu se razlikovati dva podprocesa:⁹

1. Prvi podrazumeva napor onih koji su se udružili u berzu – posrednika, da osiguraju svoju delatnost i netržišne rizike svedu na minimum. U tom pravcu povezuju se ili samostalno izgrađuju preteče delatnosti – na primer: proveru izdavaoca HOV, kontrolu kvaliteta i kvantiteta robe, osiguranje, - i ugrađuju ih u pravila berze.
2. Drugi podproces vezan je za aktivnost države prema berzi. Velike krize, pronevere, slomovi, koji su ugrožavali berze u samoj njihovoj osnovi udarajući na poverenje onih koji na berzi igraju, kao i na samu sigurnost poslovanja, podstakle su državu da se umeša u neke oblasti koje su se do tada smatrale domenom autonomnog berzanskog prava.

U početku to mešanje države bilo je indirektno a kasnije posle Velike ekonomske krize država je počela direktno da se meša donoseći posebnu zakonsku regulativu u cilju berzanske kontrole.

3. Vrste berzi

U literaturi se najčešće navode sledeći kriterijumi kao osnov za klasifikaciju berzi:

- predmet trgovine
- način nastanka
- cilj poslovanja
- priroda položaja
- broj članova
- raznovrsnost predmeta trgovine.

Predmet trgovine. Ovo je osnovna podela berzi. Prema predmetu trgovine postoje robne (produktivne) i finansijske (efektnе). Na robnim berzama se trguje standardizovanim proizvodima kao što su metali, žitarice, nafta, kafa i finansijskim derivatima. Istorijski posmatrano ovakve berze su prvo nastale. Finansijske berze su berze na kojima se trguje akcijama, obveznicama, derivatima, itd. Ovakve berze tek krajem XX veka dostižu svoj potpuni značaj kao osnovni berzanski materijal. Tkođe, u praksi se javljaju i mešovite berze

⁸ Isto, op. cit. str. 38.

⁹ Isto, op. cit. str. 39.

na kojima se trguje i proizvodima i hartijama od vrednosti, ali su one znatno ređe i karakteristične su za slabije razvijena tržišna područja.

Način nastanka. Prema načinu nastanka berze se mogu podeliti na spontane i zasnovane na zakonu. Spontanost u nastajanju je jedna od ključnih karakteristika vodećih berzi savremenog sveta. Dakle, nije postojao bilo kakav plan niti smišljena ljudska aktivnost već su berze nastajale kao odraz potrebe i predstavljale su najbolji način da se olakša trgovanje. Kad su u pitanju berze koje su nastale spontano, neophodno je imati u vidu sledeće: prvo su nastajale ovakve berze a onda su usvajani zakoni, propisi i pravila kojima je regulisan njihov rad. Dakle, propisi su izvedeni iz prakse koja je već postojala. S' druge strane neke berze su nastale na osnovu zakona ili propisa kojima je definisano sve što je od značaja za njihovo osnivanje i rad. Tako je nastala i Beogradska berza. Ovakav način osnivanja karakterističan je za zemlje u kojima su berze relativno kasno nastale. U ovakvim slučajevima, prvo su nastajali propisi a onda je razvijena praksa.

Cilj poslovanja. Prema cilju poslovanja, berze se mogu podeliti na profitne i neprofitne. Profitne berze dele među svojim članovima profit koji ostvare poslovanjem. Većina Nemačkih berzi je ovakvog tipa. Neprofitne berze ne dele prihod svojim članovima. Članovi berze ostvaruju zaradu naplatom provizije na osnovu zaključenih poslova. Velike berze su, uglavnom, neprofitnog tipa a članovi su stimulisani da razvijaju poslovanje jer na taj način uvećavaju sopstvenu zaradu.

Priroda položaja. Prema prirodi položaja, berze mogu biti javne, privatne i mešovite. Berze javnog karaktera osniva država koja obezbeđuje sredstva za rad a posrednici su državni činovnici. Zato su ovakve berze pod uticajem i kontrolom države i nazivaju se i *polusamostalne berze*, kao što su berze u Italiji, Španiji i Belgiji. Berze privatnog karaktera osnivaju akcionari koji obezbeđuju sredstva za rad i zbog odnosa prema državi nazivaju se i samostalne berze (SAD, Velika Britanija). Mešovite berze osniva država a članovi obezbeđuju imovinu i određuju uslove rada i način polovanja (Beogradska berza).

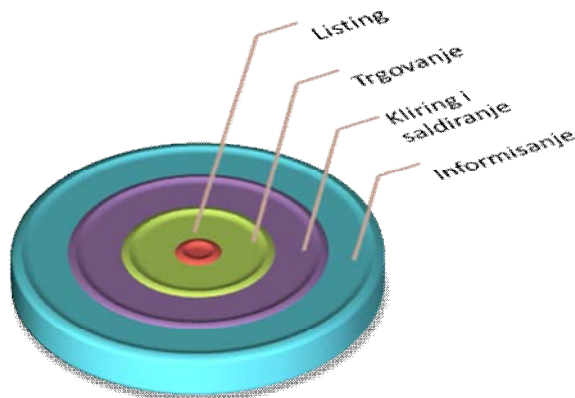
Broj članova. Postoje berze kod kojih je strogo određen broj članova i ne može se povećavati (Njujorška berza ima 1366 članova i taj broj se ne menja). Na drugoj strani postoje berze koje nemaju čvrsta ograničenja u broju članova, već se on utvrđuje zakonom i propisima berze.

Raznovrsnost predmeta trgovanja. Postoje berze ne kojima se trguje samo jednom vrstom berzanskog materijala – to su specijalizovane berze. Ako se na berzi trguje velikim brojem materijala, u pitanju je mešovita berza. Specijalizovane berze su ređe a na mešovitim se trguje većim brojem robe ili hartija od vrednosti, a ponekad i jednim i drugim materijalom.¹⁰

¹⁰ Isto, op. cit. str. 42 – 44.

4. Funkcije berze

Berzu čine četiri osnovne službe koje omogućavaju funkcionisanje same berze. Tu su, naravno i prateće institucije koje omogućuju rad tih osnovnih službi, posebno rad službe – trgovanje koje se odvija kroz posredničke kuće. Dakle, četiri osnovne funkcije berze su prikazane na sledećoj slici.



Slika br. 1.1.

Ove četiri funkcije stapaju se u jednu celinu, stvarajući koncentrične krugove koji čine berzu, kao što slika br. 1.1. i pokazuje. Slabljenjem bilo koje od ovih funkcija, berza počinje da stagnira i da gubi smisao.

4.1. Listing

Osnovna ideja postojanja listinga je da se obezbedi to da se na berzi nađu što kvalitetniji predmeti trgovanja. Što će reći, da su se pri robnim berzama nalazile i službe za proveru kvaliteta i kvantiteta robe, a danas u XXI veku se ti poslovi prepuštaju agencijama za proveru kvaliteta i kvantiteta robe.

Svrha ovakvog postupka je obezbeđivanje sigurnosti trgovanja i vođenja odgovornosti za ono što se na berzi dešava u slučaju da se ispostavi da određeni lot¹¹ robe nije deklarisanog kvaliteta, ili u deklarisanj količini, onda se može smatrati da je za to odgovorna agencija za procenu kvaliteta i kvantiteta robe. Na taj način se, za održenu nedoslednost odmah utvrđuje i onaj ko mora da je ispravi.¹²

Takođe se može vrlo lako desiti da usled visoko postavljenih standarda proizvođači ne mogu da dostignu odgovarajući kvalitet, što može biti prouzrokovano konstantnim nezadovoljstvom berzanskim poslovanjem. Samim tim može doći do ugrožavanja berzanske trgovine. Da bi se ovakav problem prevazišao berza mora težiti da domaće standarde prilagodi svetskim zahtevima i normama, da vrši stalnu edukaciju proizvođača koji svoje proizvode plasiraju na berzi i da im pruži stručnu i tehničku pomoć.

¹¹ Određena, standardizovana količina robe kojom se trguje na berzi.

¹² Isto, op. cit. str. 46.

4.2. Trgovanje

Centralna delatnost berze jeste trgovanje. Prilikom obavljanja berzynskog trgovanja moraju postojati nalozi ponude i tražnje, zatim se vrši njihovo uparivanje i po toj osnovi zaključenje posla. U toj aktivnosti, berzanski posrednici nekada zastupaju ponudu, nekada tražnju a nekad jednostavno rade za svoj račun ili za račun klijenta čiji je osnovni cilj zarada na razlici u ceni.

Berza mora da uspostavi i zaštitni mehanizam oji će učesnicima pružiti dodatnu sigurnost od nepredviđenih tržišnih oscilacija, kao što su vanredne prilike, klimatske i političke nepogodnosti. U takvim slučajevima uloga zaštitinika se prepušta *interventu*. Kod novonastalih berzi uloga interventa pripada državi dok kod razvijenijih berzi tu ulogu preuzimaju posebne finansijske kuće, veće finansijske snage koje se zovu *specijalisti* ili *market mejkeri*, što opet zavisi od sistema rada na berzi.

4.3. Kliring i saldiranje

Posao koji se zaključi po osnovu obavljene trgovine mora da bude saldiran što čini trću funkciju berze. U procesu kliringa i saldiranja se vode računi svih učesnika u trgovanju i pojedinih predmeta trgovanja što se postiže dvojnim računovodstvom. (nešto više pročitati o tome)

4.3.1. Centralni registar

Centralni registar je specijalizovana institucija koja se bavi registracijom izdatih hartija od vrednosti. Centralni registri osnovani su početkom XX veka usled potrebe za registrovanjem emitovanih hartija od vrednosti u okviru nacionalnih granica. Vremenom su neki centralni registri hartija od vrednosti proširili svoje funkcije, pa danas pored registracije hartija od vrednosti vrše i kliring i saldiranje transakcija obavljenih po osnovu trgovanja hartijama od vrednosti.

Danas u savremenim uslovima teži se ujedinjenju nacionalnih Centralnih registara hartija od vrednosti u regionalne organizacije a opet regionalnih u međunarodne organizacije. Da bi Centralni registari hartija od vrednosti uspešno funkcionisali neophodno je postojanje zakonske regulative koja se podudara sa međunarodnim standardima, kao i obaveza takve institucije da poštuje sve te norme i standarde.

Najvažniji principi kojih su Centralni registari hartija od vrednosti dužni da se pridržavaju a koji su sadržani u preporukama Međunarodnih standarda su sledeći:

- DVP (Delivery Versus Payment) princip predstavlja istovremenu isporuku hartija od vrednosti sa plaćanjem;
- Obavljanje saldiranja u okviru propisanog roka za saldiranje;
- Saldiranje u realnom vremenu (Real Time Settlement);
- Uloga Centralnih registara hartija od vrednosti kao univerzalne strane u transakciji;
- Upravljanje rizikom.

4.3.2. Klirinška kuća

Klirinška kuća predstavlja posebnu instituciju u okvir berze čiji je osnovni cilj da učini finansijski deo berzanskih transakcija jednostavnim i sigurnim. Svaka klirinška kuća ima obavezu obavljanja sledećih uloga:

- Vođenje računa svih igrača na berzi i njihovo sravnjivanje u skladu sa zaključenim transakcijama;
- Praćenje i nadgledanje finansijskog dela trgovanja;
- Prikupljanje i održavanje margina na nivou neophodnom za obezbeđivanje trgovanja;
- Organizovanje i obezbeđivanje fizičke isporuke predmeta trgovanja po dospruću transakcije;
- Izveštavanje o trgovanju.¹³

Klirinška kuća predstavlja i garanta u trgovanju, dakle obe strane i kupac i prodavac imaju zadatak samo da zaključe posao, da se dogovore o ceni i količini predmeta trgovanja.

Tako na primer nalog na berzi prolazikroz sledeću putanju:

- Klijent daje nalog brokerskoj firmi
- Brokerska firma otvara nalog i predaje ga na berzu
- Nalog se uparuje i transakcija zaključuje
- Klirinška kuća preuzima dokumentaciju o zaključenim transakcijama, prilagođava račune učesnika, garantuje transakciju i sravnjuje račune dnevno, prema kretanju cena predmeta trgovanja.

4.3.3. Margine

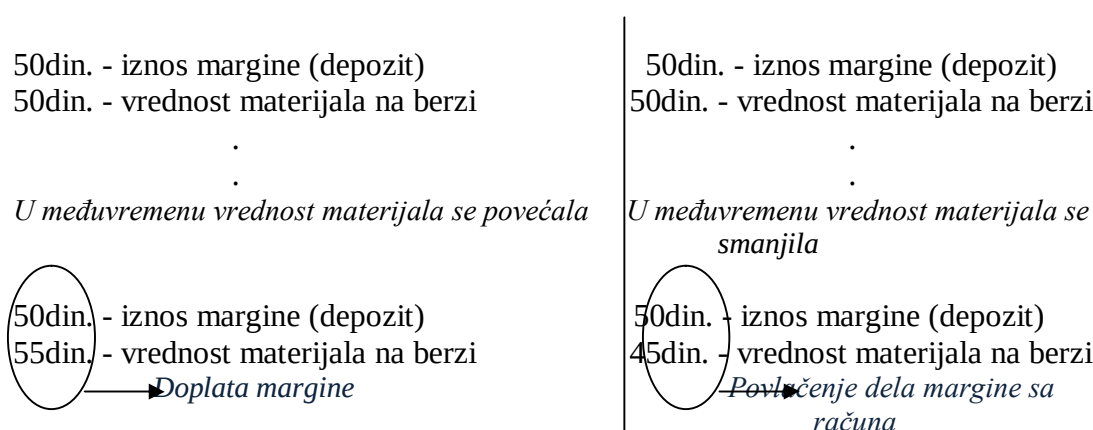
Margina predstavlja novčani iznos koji prodavci i kupci ostavljaju kao depozit na računu klirinške kuće, čime se garantuje uredno izvršavanje obaveza koje nastaju u terminskim poslovima.¹⁴ Dakle, klirinška kuća utvrđuje visinu margine u zavisnosti od stabilnosti tržišta i vrste berzanskog materijala kojim se trguje.

Brokerska kuća može da utvrdi visinu margine koju klijent drži kao depozit. Ako dođe do promene cene berzanskog materijala koji je ugovoren, pa zbog toga jedna strana ostvari gubitak u poslu, taj gubitak se nadoknađuje povlačenjem sredstava iz fonda margine tog klijenta, što se zove doplata margine (*Margin Call*). U obrnutom slučaju, ako zbog promene cene jedna strana ostvari dobitak, taj iznos se pripisuje računu margine tog klijenta. Ukoliko neko od klijenata ne izvrši doplatu margine u predviđenom roku, klirinška kuća može da izvrši zatvaranje pozicije tog učesnika pokrivajući gubitak iz njegove već položene margine.¹⁵ Prikaz na slici br. 1.2.

¹³ Isto, op. cit. str. 92

¹⁴ Isto, op. cit. str. 95

¹⁵ Isto, op. cit. str. 95



Slika br. 1.2.

Osnovna svrha postojanja margine jeste smanjenje rizika i očuvanje sigurnosti učesnika u berzanskom trgovanju, u smislu zaštite od negativnih tržišnih kretanja.

4.3.4. Kontrola i nadzor

Berzansko poslovanje podleže kontroli koju sprovode berza i država. Kontrolom se obezbeđuje sigurnost, stabilnost i zakonitost berzanskog poslovanja.¹⁶ Kontrola i nadzor su neophodni uslovi za postojanje berze jer, se na taj način stiče poverenje investitora i obezbeđuje sam napredak berze.

Osnovne pretpostavke za uspešnu kontrolu i nadzor berzanskog poslovanja su:

- *Ljudski resursi* – podrazumevaju dobro obučene kadrove koji su sposobni da otkriju zloupotrebe i nepravilnosti na berzi;
- *Infrastrukturni resursi* – kvalitetna informatička podrška i pristup informativnim servisima;
- *Pravni okvir* – omogućava sprovođenje sankcija za kršenje zakona i pravila.¹⁷

Berzansku kontrolu sprovode sama berza i država. Berza u okviru sopstvenog sistema organizuje kontrolu i nadzor u preventivne svrhe i to donošenjem posebnih pravilnika koje su svi učesnici dužni da poštuju.

Takođe, pored berze u sprovođenju kontrole i nadzora značajnu ulogu ima i država, koja je sve više dobijala na značaju nakon Velike krize, tridesetih godina XX veka.

4.3.5. Komisija za Hartije od vrednosti

Osnovna uloga komisije za Hartije od vrednosti jeste regulisanje tokova na tržištu kapitala i to preko institucija i nosioca platnog prometa (banke, brokerske i dilerske kuće). Dakle, ne radi se o uticaju i usmeravanju novčanih tokova već o njihovom čto efikasnijem prometu, pod jednakim uslovima za sve učesnike. Ovakva institucija je u potpunosti nezavisna od vlasti (vlade) te je uplitanje države u donošenje važnih odluka u potpunosti onemogućeno.

¹⁶ Isto, op. cit. str. 96

¹⁷ Isto, op. cit. str. 97

Shodno tome komisija za hartije od vrednosti mora da poseduje trojaku nezavisnost: institucionalnu, personalnu i finansijsku.¹⁸

Institucionalna nezavisnost obezbeđuje se samom činjenicom da je komisija posebno osnovana ustanova, uvek po odredbama zakona, sa tačno utvrđenim nadležnostima. Najveći stepen institucionalne samostalnosti komisije dobijaju kada ih osniva i njihove članove imenuje nosilac suvereniteta u jednoj državi – nacionalni parlament. Time se i deo suvereniteta, vezan za nadležnost komisije, prenosi sa parlamenta na nju. Međutim, u nekim zemljama članove komisije bira vlast što umanjuje njenu političku nezavisnost. U slučaju institucionalne nezavisnosti komisija se finansira iz državnog budžeta.

Što se tiče *personalne nezavisnosti*, ona se odnosi na to da ni jedan član, službenik ili funkcioner komisije ne može biti izložen bilo kakvom pritisku ili uticaju sa strane pri donošenju odluka.

Finansijska samostalnost predstavlja krunu nezavisnosti komisije za hartije od vrednosti. Komisija prihod ostvaruje kroz takse koje naplaćuje za svoj rad, tako da komisija ne može biti vezana za državni budžet. Višak prihoda koje komisija ostvari uplaćuju se na kraju godine u državni budžet, a prihodi od kazni koje su u obavezi da plate oni koji se ogreše o zakon takođe idu u državni budžet ili u dobrotvorne svrhe.

4.3.6. Berzanske krize

Berzanske krize nastaju usled vrtoglavog rasta ponude, dramatičnog pada cena akcija i veliki broj učesnika u berzanskom trgovanju ostvaruje ogromne gubitke a sve se to dešava u veoma kratkom vremenskom periodu.

Krize nastaju kao posledica različitih spekulativnih radnji na berzi, trgovina nepouzdanim hartijama koje nose sa sobom veliki rizik što u startu uzdrma samu berzu a kasnije se ta kriza proširi i na ostale nacionalne ekonomije, samim tim i na inostrana tržišta.

Nešto više o berzanskim krizama, odnosno o prevarnim radnjama govorićemo kasnije.

4.4. Informisanje

Informisanje se sastoji od obaveštavanja javnosti od strane berze o svim aktivnostima koje se događaju, a pre svega o ostvarenom trgovanju.

Berzansko poslovanje karakteriše načelo javnosti. Dakle, berza ima obavezu da organizuje informativni sistem u cilju obaveštavanja javnosti o:

- Obimu ponude i tražnje
- Obimu zaključenih poslova po vrsti i količini berzanskog materijala
- Početnoj, srednjoj i zaključnoj ceni pojedinačnih berzanskih materijala
- Kotacijama na berzi
- Tržišnom materijalu kojim se trguje, i dr.¹⁹

Berze objavljuju dnevne, sedmične, polugodišnje i godišnje izveštaje i ti podaci su osnovni izvor informisanja svih potencijalnih i aktivnih učesnika u berzanskom trgovanju.²⁰

¹⁸ Isto, op. cit. str. 107-108.

¹⁹ Isto, op. cit. str. 116.

U SAD najvažnije informacije se mogu dobiti u dnevnim novinama kao što su (*New York Times*) koje obuhvataju tekuće izveštaje o političkim i ekonomskim uslovima širom sveta, koji mogu uticati na raspoloženje investitora. Specijalizovane dnevne novine *Wall Street Journal* daju svetske i nacionalne finansijske novosti, izveštaje o određenim privrednim granama ili preduzećima kao i stručna mišljenja o budućim zbivanjima na finansijskim tržištima i privredi uopšte. Uz dnevne, postoje i periodične novine koje se pre svega bave publikovanjem informacija o trežišnim kretanjima.²¹

Takođe i država može biti emitent važnih finansijskih informacija, na taj način što izdaje različite mesečne preglede trenutnog poslovnog kretanja, zatim nedeljne statističke dopune u vidu skraćenih podataka, i tako dalje.

²⁰ Isto, op. cit. str. 116.

²¹ Šoškić D., „Hartije od vrednosti – upravljanje portfoliom i investicioni fondovi“, Beograd 2009. god., str. 72.

II GLAVA

AKCIJE KAO PREDMET TRGOVANJA NA BERZAMA

1. Akcije kao predmet trgovanja na berzama

Osnovne dileme koje se javljaju kod kupovine akcija su sadržane u sledećih pet pitanja:

- ✓ Treba li uopšte kupovati akcije?
- ✓ Koliko akcija bi trebalo kupiti?
- ✓ Koje akcije kupiti?
- ✓ Prema kakvom planu kupovati akcije?
- ✓ Kada kupovati akcije?

Prvo pitanje ima veze sa stavom i mišljenjem ulagača o berzi i trgovanju na njoj. Takođe ima veze i sa odnosom ulagača prema sopstvenom kapitalu. Naime, obične akcije nose sa sobom visok nivo rizika, upravo zbog promenljivosti njihovih cena i zbog toga nisu pogodne za ulagače konzervativnog mišljenja, kojima je na prvom mestu održivost sopstvenog kapitala, a visina dividende ostaje u drugom planu.

Drugo i treće pitanje ima veze sa planiranjem portfelja i analizom ulaganja. Ulagачi koji su spremni da preuzmu veći rizik odlučuju se za kupovinu običnih akcija i biraju kompaniju čiji se razvoj odvija u neujednačenim fazama. Tako da kupovinom akcija u periodu zatišja i prodajom u vrhuncu uspona može se ostvariti ogromna zarada, pod uslovom da se kupovina i prodaja obave u pravom trenutku. U suprotnom, može se očekivati skromna zarada, a vrlo često gubitak pa čak i bankrotstvo.

S' druge strane oprezniji ulagači se odlučuju za kupovinu državnih obveznica koje predstavljaju sinonim za sigurnost, izbegavajući gubitak.

Izbor jedne od dve mogućnosti zavisi pre svega od spremnosti ulagača da preuzme rizik, od visine raspoloživog kapitala i brojnih drugih faktora. Ipak, odluku moraju doneti sami vlasnici kapitala, pri čemu ona predstavlja lični izbor.

Poslednja dva pitanja odnose se na tumačenje i shvatanje faktora od kojih zavise cene akcija.

2. Efikasnost finansijskih tržišta

Efikasnost finansijskih tržišta podrazumeva da cene finansijskih instrumenata odražavaju minimum svih informacija koje su javno dostupne, a verovatno i svih informacija koje najbolji analitičari mogu da otkriju.²²

Dakle, efikasnost u ovom slučaju ne podrazumeva da se upotrebom resursa postignu maksimalni proizvodni rezultati, već da se informacije brzo usvoje. Vezano za ovu teoriju efikasnosti finansijskih tržišta postoje različita mišljenja, kako u smislu prihvatanja tako i u smislu odbijanja ove teorije.

Tako prema jednoj studiji utvrđeno je da u proseku izbor akcija koji su učinili brokeri nimalo nije uspješniji od nasumice izabranog portfelja akcija. Odnosno, metodom pikada „...možete baciti strelicu na Vol Strit Džornal (Wall Street Journal) kao jedan od načina izbora akcija ili kupiti od svih akcija po malo. Krajnji efekat neće biti ni malo lošiji nego da ste poslušali brokera prilikom izbora, jedino bi u drugom slučaju morali da platite brokersku proviziju a rezultat je i onako isti!“

Međutim, sa druge strane postoji i mišljenje da je suština u brzom shvatanju novih informacija na tržištu i njihova primena odnosno uključanje u cene. Naime, bilo kakvo predviđanje kretanja cena koje bi moglo dovesti do masovnog ostvarenja profita i bogaćenja svih učesnika je izuzetno teško,

²² Štimac M., „Osnove berzanskog poslovanja“, Beograd, 2005. god., str. 183.

gotovo ne moguće. Upravo iz tog razloga ovaj stav je nepopularan među berzanskim učesnicima. Povezati matematički model (slučajno kretanje) sa efikasnošću fin. Tržišta.

3. Portfelj ulagača

Portfelj predstavlja ulagačev program i odnosi se na njegove vlasničke udele hartija od vrednosti. Na primer, neki ulagač poseduje pet različitih obveznica i osnovne akcije u 10 korporacija, čija je ukupna vrednost procenjena na 30.000€. To je njegov portfelj.²³ Osnovna pitanja vezana za portfelj su:

- Planiranje i
- Rukovođenje portfeljom.

Veličina portfelja zavisi od samog ulagača, odnosno od veličine raspoloživih sredstava koja su u najvećem broju slučajeva ograničena. Pri donošenju odluka o kupovini hartija od vrednosti značajnog uticaja imaju sledeći sledeći faktori:

- *Prihod*
 - visina, izvori, stabilnost, očekivanja. Prihod je najvažniji faktor koji utiče na odluku potencijalnog investitora, da li da kupi te hartije. Što je potencijalni prihod veći i stabilniji raste spremnost potencijalnih investitora da kupuju hartije od vrednosti.
- *Broj lica koje izdržava, stepen, očekivanja i dužina izdržavanja.*
 - Ulaganje u obične akcije pruža izvestan stepen neizvesnosti kada je u pitanju visina dividende. Zato se potencijalni investitori ukoliko izdržavaju neko lice pre odlučuju za ulaganje u državne obveznice gde je godišnji prihod siguran.
- *Starost i zdravstveno stanje ulagača i članova porodice.*
 - Mlađi investitori su skloniji većem riziku dok se stariji investitori opredeljuju za neka sigurnija rešenja.
- *Status osiguranja*
 - Što je osiguranje povoljnije povraćana je mogućnost preuzimanja većeg rizika.
- *Grupa u kojoj se nalazi za oporezivanje.*
 - Ukoliko kupovinom akcija prelazi u grupu sa nižim poreskim opterećenjem biće stimulisan da uloži veći iznos kapitala.
- *Kuća u vlasništvu*
 - Otplaćeni krediti za nekretnine pružaju veći manevarski prostor u raspolaganju ukupnim prihodom.
- *Planovi za povlačenje iz posla ili za penzionisanje.*
 - Prestanak radnog veka zahteva određen nivo sigurnosti pa stoga postoji manja zainteresovanost za ulaganje u obične akcije.
- *Prikupljeno bogatstvo koje može da investira.*
 - Sa uvećanjem ukupnog bogatstva raste spremnost da se investira u hartije od vrednosti, posebno u obične akcije.
- *Neuobičajeni izdaci koji se očekuju u budućnosti.*

²³ Isto, op. cit. str. 187.

- Veliki izdaci koji se mogu očekivati u budućnosti destimulišu ulaganja na berzi.
- *Temperament ulagača*
 - Spremnost da preuzme rizik, ponekada presudno utiče na spremnost da uloži bez obzira na povećan nivo rizika.
- *Znanje i veština u rukovanju hartijama od vrednosti.*
 - Stečena znanja i iskustvo povećavaju spremnost da se kapital ulaže u akcije bez obzira na nivo neizvesnosti koji sa sobom nose.
- *Raspoloživo vreme za upravljanje ulozima.*
 - Upravljanje portfeljom zahteva određeno vreme kako bi se u obzir uzeli svi faktori koji mogu imati uticaja na hartije od vrednosti, u protivnom ako investitor nema dovoljno vremena neće se upuštati u kupovinu običnih akcija.
- *Stepen potrebe za očuvanje glavnice.*
 - Ulagaci koji imaju stabilne i visoke prihode manje su opterećeni pritiskom usled nastalog neuspeha na berzi i u skladu sa tim se lakše ponovo odlučuju za trgovinu akcijama.
- *Zavisnost od prihoda na ulaganje.*
 - Ukoliko je berzanski prihod osnovni izvor zarade, utoliko je investitor spremniji da napravi bolju strategiju i diversifikaciju portfolija.
- *Zanimanje, delatnost ili profesija ulagača.*
 - Ulagaci koji su na bilo koji način povezani sa berzom imaju izraženije interesovanje i veću spremnost za trgovinu akcijama.

4. Test za dobro ulaganje

Precizno utvrđeni kriterijumi za dobro ulaganje ne postoje, niti se svi kriterijumi mogu prepoznati u jednom ulaganju.

Najčešći kriterijumi:

- 1) Sigurnost glavnice - što se tiče ovog kriterijuma, polazi se od želje ulagača da glavica bude trajna, da ne izgubi ni jedan deo svoje kupovne moći i da je neosetljiva na kretanja inflacije i deflacije;
- 2) Sigurnost prihoda podrazumeva prihod zaštićen od ekonomskih promena;
- 3) Stabilnost prihoda se odnosi na njegovu nepromenljivu visinu i na nepromenljivu kupovnu moć bez obzira na promene u nivou cena.
- 4) Maksimalan prihod - visina prihoda treba da bude što je moguće, veća.
- 5) Prihvatljivo dospeće – hartija od vrednosti ne bi trebalo da dospe sve dotle dok ulagač želi da je čuva u svom portfelju.
- 6) Prihvatljiva denominacija – hartija od vrednosti ne bi trebalo da bude isuviše skupa, jer se u protivnom sprečava diversifikacija portfelja.
- 7) Potencijalna procena povećanja cene hartija od vrednosti treba da ima potencijalne mogućnosti za rast u budućnosti.
- 8) Neopterećenost dužnostima i brigama upravljanja. Investitor bi trebalo da ima mogućnost da kupljeni portfelj odloži u sef banke u vidu depozita na isti način kao i sve druge depozite na koje prima redovnu kamatu ili dividendu, i na taj način se reši suvišnih briga.

- 9) Oslobođanje od oporezivanja – portfelj bi trebalo da bude oslobođen od svako oporezivanja.
- 10) Lakoća prodaje ili likvidnosti – podrazumeva da se portfelj može prodati odmah po tekućoj tržišnoj ceni koja bi bila iznad nabavne cene.
- 11) Neopozivost (str. 190)
- 12) Konvertibilnost. Ako je u pitanju preferirana akcija ili obveznica, ulagaču bi uvek trebalo dozvoliti da je konvertujekada bi to moglo biti isplativo.
- 13) Niske provizije – provizije na kupovinu/prodaju bi trebale da budu niske koliko god je to moguće.
- 14) Jak emitent. Emitent bi trebalo da bude kompanija u rastu; vodeća u svojoj oblasti; davno osnovana; otporna na depresiju; sa snažnim finansijama, sposobnim rukovodstvom, visokim zaradama i dividendom; odličnim programom prodaje; vrednim patentima; kvalitetnim programom istraživanja koji stalno razvija nove i bolje proizvode za koje postoji visoka i stalna tražnja i da pstvaruje više nego prosečnu profitnu stopu.

Naravno, svi ovi zahtevi su više teorijskog karaktera, dakle nije moguće primeniti ih sve u potpunosti u praksi (npr. ni jedna akcija nije oslobođena svih poreza, ni jedna nije imuna na kretanje inflacije, čak ni državne obveznice), ali uvek treba težiti tome da se napravi najbolja kombinacija ovih poželjnih zahteva za svoj portfelj.

5. Selekcija ulaganja

Postoji niz dilema pri odabiru u kakve hartije uložiti novac. Isto tako, treba imati u vidu da ulaganje u obične akcije nosi kako niz prednosti tako i određena ograničenja. Međutim, sudeći po iskustvima mnogih ulagača *loša kupovina* običnih akcija jedan je od najbržih načina da se izgubi novac.

Prilikom donošenja odluke o berzanskom ulaganju potrebno je imati predlog nekih važnijih odluka koje imaju značaja pri izboru običnih akcija:

- 1) Opšte odluke koje se donose pre izbora običnih akcija:
 - a) Potrebno je proceniti stepen rizika
 - b) Dati prioritet testovima dobrog ulaganja
- 2) Izbor industrijske grane:
 - a) Hemijska
 - b) Elektronska
 - c) Industrija motora
 - d) Naftna industrija, itd.
- 3) Analiza industrijske grane:
 - a) Priroda industrijske grane
 - b) Postojeća i potencijalna tražnja za proizvodima grane
 - c) Faktori rasta
 - d) Unutrašnja konkurencija u grani
 - e) Ciklični uticaji
- 4) Izbor određene kompanije u okviru industrijske grane;
- 5) Analiza kompanije:
 - a) Analiza finansijskog stanja
 - b) Zarade, dividende, politika dividendi
 - c) Potrebe za kapitalom

- d) Kapitalizacija hartija od vrednosti
- e) Kontrola kompanije i finansijska podloga
- f) Finansijsko vrednovanje obične akcije
- g) Položaj kompanije u industrijskoj grani
- h) Rukovodstvo i politika rukovođenja
- i) Lokacija, prevoz, ponuda radne snage i sirovine
- j) Prepoznatljivost na tržištu
- k) Ostali relevantni faktori.²⁴

6. Diversifikacija

Osnovni smisao diversifikacije portfolija jeste zaštita od rizika, što i kaže stara poslovica „Ne stavljaj sva jaja u jednu korpu“.

Diversifikacija portfelja pruža zaštitu od:

- 1) cikličnih kretanja poslovanja;
- 2) dugoročnih promena u industriji
- 3) gubitaka položaja pojedinih kompanija.²⁵

Postoje različiti oblici diversifikacije:

- 1. kupovina emisija u različitim industrijskim granama
- 2. kupovina emisija u različitim kompanijama
- 3. širenje ulaganja u većoj geografskoj oblasti
- 4. kupovina akcija investicionih kompanija sa dobro diversifikovanim portfeljima
- 5. kupovina emisija sa diversifikovanim linijama proizvoda
- 6. vremenski raspoređena nabavka tokom različitih perioda ciklusa akcije
- 7. uravnoteženje portfelja između defanzivnih i ofanzivnih hartija od vrednosti, to jest, uspostavljanje ravnoteže između akcija sa visokim prihodom i onih čiji se prihod menja s' vremena na vreme.²⁶

Međutim diversifikacija ima i svoje negativne strane:

- 1) rastu upravljački problemi
- 2) povećavaju se poslovne aktivnosti ispitivanja i analize
- 3) povećavaju se troškovi kupovine i prodaje
- 4) smanjuje se mogućnost za dobijanje natprosečnog profita.²⁷

Što će reći, da pri diversifikaciji treba naći neku sredinu kako bi se na efikasan način eliminisao rizik koji se javlja pri ulaganju u hartije od vrednosti.

²⁴ Isto, op. cit. str. 91 – 92.

²⁵ Isto, op. cit. str. 192.

²⁶ Isto, op. cit. str. 192 – 193.

²⁷ Isto, op. cit. str. 193.

III GLAVA

CENE I FAKTORI CENA AKCIJA

1. Cene akcija i njihovo izračunavanje

Cena akcija je osnovni i najvažniji pokazatelj poslovanja nekog akcionarskog društva. To je takođe najbitniji pokazatelj za potencijalne investitore kada se odlučuju za ulaganje na berzi. Akcijski kapital se sastoji iz tri osnovna elementa i to:²⁸

- Nominalna vrednost emitovanih akcija
- Kapitalnog viška (emisiona premija ili ažio)
- Zadržanog profita (neraspoređena dobit ili akumulacija)

Nominalna vrednost je vrednost po kojoj se akcije emituju i registruju u knjigovodstvu akcionarskog društva. Zapravo, nominalna vrednost je vrednost ispisana na samoj akciji. Takođe, kada su u pitanju akcije, nominalna vrednost nije jednaka knjigovodstvenoj kao što je to slučaj kod obveznica. Knjigovodstvena vrednost je gotovo uvek veća od nominalne. Stavljanjem u odnos ukupnog kapitala i broja akcija dobija se nominalna vrednost. U praksi se emituje veći broj akcija sa nižom nominalnom cenom a razlog za to je lakša distribucija u primarnoj emisiji, gde veći broj investitora uz skromnija ulaganja može steći status suvlasnika u preduzeću.

Nominalna vrednost ima velikog značaja samo pri prvoj emisiji, dok je na sekundarnom tržištu ta informacija za investitore potpuno nevažna. Na sekundarnom tržištu akcije se prodaju po određenoj ceni i to je jedini relevantan podatak koji ima značaja za investitore pri donošenju važnih odluka vezanih za kupovinu na berzi. Razlika između prodajne i nominalne cene predstavlja kapitalni višak (dobit). Preduzeće teži da kapitalni višak bude što je moguće veći, odnosno da razlika između prodajne cene i nominalne vrednosti bude što je moguće veća.

Trći elemenat akcijskog kapitala predstavlja zadržani profit (neraspoređena dobit - akumulacija) koji nastaje kao rezultat uspešnog poslovanja akcionarskog društva, odnosno predstavlja deo dobiti koju preduzeće ne želi da isplati vlasnicima u vidu dividende.

Zaključak je, da knjigovodstvenu vrednost čini zbir tri elementa akcijskog kapitala – nominalne vrednosti emitovanih akcija, kapitalnog viška i zadržanog profita.

Naime, cene akcija su vrlo promenljive i zavise od kretanja ponude i tražnje. Na cene akcija utiču brojni kako unutrašnji (situacija u samom akcionarskom društvu) tako i spoljašnji faktori, dakle faktori iz samog okruženja, ekonomskog i političkog. Dakle, cene imaju velikog značaja kako za vlasnike, odnosno investitore tako i za preduzeća i sve druge učesnike javnog, društvenog života.

Kod običnih akcija razlikujemo tri osnovna tipa vrednosti. To su:²⁹

- 1) Nominalna
- 2) Knjigovodstvena
- 3) Tržišna.

Nominalnu vrednost određuje upravni odbor i ona je kao deo akcijskog kapitala obrađena nešto ranije.

²⁸ Erić D., „Finansijska tržišta i instrumenti“, Beograd, 2003. god., str. 326.

²⁹ Isto, op. cit. str. 357.

Knjigovodstvena vrednost predstavlja drugu vrednost akcija i kao računska kategorija dobija se prostim deljenjem ukupne knjigovodstvene vrednosti akcijskog kapitala (koji se nalazi u pasivi Bilansa stanja i predstavlja zbir nominalne vrednosti, emisije premije i zadržane dobiti) i broja emitovanih akcija.

Tržišna vrednost ili cena. Tržišna cena se formira na sekundarnom tržištu u zavisnosti od kretanja ponude i tražnje, što će reći da je vrlo promenljiva i teško predvidiva. Tržišna cena je cena po kojoj se obavljaju kupoprodajne transakcije između kupaca i prodavaca akcija. Tržišna vrednost efekata ili njihova cena, predstavlja njihovu faktičnu vrednost na tržištu kapitala, odnosno na drugim berzama u zemlji i inostranstvu, pa i na vanberzanskom poslovanju. Treba, stoga, razlikovati berzansko kotiranje i berzansko notiranje. Berzansko kotiranje predstavlja puštanje hartija od vrednosti u berzansko poslovanje (promet), odnosno odobrenje da hartija od vrednosti uopšte može da dođe na berzu i bude predmet kupovine i prodaje. Notiranje je utvršivanje dnevnog berzanskog kursa na osnovu ponude i tražnje hartija od vrednosti. Tako se može desiti da se neka hartija od vrednosti na berzi kotira, ali ne notira.³⁰

Faktori koji mogu uticati na kretanje cena akcija: poslovni rezultati preduzeća, kretanje tražnje, promene u grani delatnosti i ukupnoj privredi, opšti ekonomski faktori (promene kamatnih stopa, inflatorne stope, devizni kursevi, poreske stope, mere ekonomske politike, stanje platnog bilansa, itd.), politički događaji, najave i realizacije transakcija menadžera i akvizicija, takozvana „velika očekivanja“ (kod preduzeća gde se očekuje veliki poslovni uspeh) i čitav niz drugih.³¹

1.1. Metode za analizu cena akcija

Pri početku svakog ulaganja, odnosno kupovine akcija postavlja se pitanje utvrđivanja njihove *fundamentalne* odnosno prvobitne, osnovne vrednosti. Odgovor na ovo pitanje ima izuzetnog značaja kako za investitore, tako i za finansijske analitičare, portfolio i finansijske menadžere kao i sve druge koji na bilo koji način imaju dodirnih tačaka sa takvom vrstom trgovine.

Značaj ovog pitanja ogleda se u jednom primeru koji proističe iz čiste logike svesti. Naime, investitor koji zna, da je prvobitna cena neke akcije manja od njene trenutne, tržišne cene ima tendenciju da kupi tu akciju i obrnuto, ukoliko zna da je početna cena veća od tržišne svakako će je prodati.

Imajući to u vidu, osnova problema je kako znati, kako utvrditi tu realnu cenu. Za to postoje različite metode koje su godinama usavršavane od strane niza autora a danas se svode na pet osnovnih:

- 1) Analiza zasnovana na naučnim tokovima sredstava (*Cash Flow Analysis*)
- 2) Metod diskontovanja dividendi (*Discount Dividend Method*)
- 3) Analiza dobiti (EPS) i razvojnih mogućnosti (P/E) – metod rasta dividendi i
- 4) Analiza zasnovana na sagledavanju prihoda
- 5) Metodi zasnovani na korišćenju P/E racija.³²

Suština svih ovih metoda je u svođenju budućih prinosa akcija na njihovu sadašnju vrednost kako bi odredili realnu vrednost.

³⁰ Živković A., „Berzanski i bankarski menadžment“, Beograd 2002. god., str. 141.

³¹ Erić D., „Finansijska tržišta i instrumenti“, Beograd, 2003. god., str. 359.

³² Isto, op. cit. str. 359.

1.1.1. Analiza zasnovana na naučnim tokovima sredstava (Cash Flow Analysis)

Prvi metod podrazumeva diskontovanje svih budućih vrednosti neto priliva sredstava koji su jednaki razlici prihoda i troškova. Ukoliko nam je: P – cena akcije, r – diskontna stopa, Pr – prihod, Tr – troškovi, CF – neto tokovi sredstava, dobijamo sledeću jednačinu:

$$P = \frac{Pr_1 - Tr_1}{1+r} + \frac{Pr_2 - Tr_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{Pr_n - Tr_n}{(1+r)^n} \quad (1)$$

odnosno,

$$P = \frac{\sum_{i=1}^n (Pr_i - Tr_i)}{(1+r)^i} = \frac{\sum_{i=1}^n CF}{(1+r)^i} \quad (2)$$

Ukoliko se neto prilivi $(1-P)$, investicije $(1-I)$ i stopa rasta prihoda $(1+S)$ oporezuju dobijamo proširenu formulu za izračunavanje cena akcija:

$$P = \frac{CF(1-P)(1-I)(1+S)}{d-S} \quad (3)$$

Međutim, treba imati u vidu da se ova metoda više koristi u teorijske svrhe, jer koristi pokazatelje kao što su prihod, troškovi, investicije koje je vrlo teško predvideti u budućnosti.

1.1.2. Metod diskontovanja dividendi (Discount Dividend Method)

Što se tiče ovog metoda, kroz istoriju se postavljalo pitanje, šta diskontovati, dividendu ili prihod, pošto se iz prihoda isplaćuju dividende. Odgovor je dividendu, jer se prihod može reinvestirati što dovodi do porasta dividendi u budućnosti.

U okviru ovog metoda cene se određuju kao zbir sadašnjih vrednosti svih očekivanih budućih dividendi.

Ukoliko nam je: Div – dividenda, d – diskontna stopa, a CA – cena akcije, dobijamo:

$$P = \frac{Div_1}{1+r} + \frac{Div_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{Div_n}{(1+r)^n} \quad (4)$$

odnosno,

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{Div_i}{(1+r)^i} \quad (5)$$

Takođe, pored dividende vlasnici ostvaruju i kapitalni dobitak (ili gubitak) koji predstavlja razliku između cene po kojoj su akcije kupili i tekuće tržišne ili prodajne cene.

Imajući u vidu te dve vrste prihoda vlasnika akcija, stopa prinosa (R) se izračunava kao:

$$R = \frac{Div_1 + (P_1 - P_0)}{P_0} \quad (6)$$

Pri čemu nam je P_1 cena iz prvog perioda a P_0 , cena iz početnog perioda.

Na primer, vlasnik je kupio akciju po 100, dividenda je 5, a cena akcije za godinu dana je 110. Koliki je prinos u posmatranom periodu? Primenom formule (6) dobijamo:

$$r = \frac{5 + (110 - 100)}{100} = 0,15 = 15\%$$

Sada iz formule (6) možemo izraziti sadašnju početnu cenu akcije (P_0) ukoliko znamo stopu prinosa investitora.

$$P_0 = \frac{Div_1 + P_1}{1+r} = \frac{Div_1}{1+r} + \frac{P_1}{1+r} \quad (7)^{33}$$

Imajući u vidu da nam je cena $P_1 = \frac{Div_2 + P_2}{1+r}$, menjajući je u formulu (7) dobijamo.

$$P_0 = \frac{Div_1}{1+r} + \frac{Div_2 + P_2}{(1+r)^2} = \frac{Div_1}{1+r} + \frac{Div_2}{(1+r)^2} + \frac{P_2}{(1+r)^2} \quad (8)$$

odnosno,

$$P_0 = \frac{Div_1}{1+r} + \frac{Div_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{Div_n}{(1+r)^n} + \frac{P_n}{(1+r)^n} \quad (9)$$

Dakle, kako se sve više pomeramo ka budućnosti, cena P_n nam se sve više smanjuje i $n \rightarrow \infty$ a $P_n \rightarrow 0$, pa tako možemo izvesti sledeću jednačinu:

$$P_0 = \frac{Div_1}{1+r} + \frac{Div_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{Div_n}{(1+r)^n} \quad (10)$$

što bi bilo skraćeno,

$$P_0 = \sum_{i=1}^n \frac{Div_i}{(1+r)^i} \quad (11)$$

što zapravo, predstavlja jednačinu br (9).

³³ Izvođenje formule bi izgledalo ovako: $r = \frac{Div_1 + P_1 - P_0}{P_0}$; $Div_1 + P_1 - P_0 = r * P_0$; $Div_1 + P_1 = r * P_0 + P_0$; $Div_1 + P_1 = P_0(r + 1)$; $P_0 = \frac{Div_1 + P_1}{r+1}$; iz toga sledi da nam je: $P_0 = \frac{Div_1}{r+1} + \frac{P_1}{r+1}$.

Takođe, je i primena ove metode praktično nemoguća upravo iz razloga procene kretanja dividendi u budućnosti, jer dividende nisu ni fiksne, ni jednake ni vremenski ograničene.

1.1.3. Analiza dobiti (EPS) i razvojnih mogućnosti (P/E) – metod rasta dividendi

Usled nedostataka prethodnih metoda razvijena je upravo ova, metoda rasta dividendi. Ova metoda polazi od pretpostavke da je dividenda u periodu t jednaka dividendi u prethodnom periodu $t-1$ uvećana za stopu rasta dividende g . Što se može iskazati na sledeći način:

$$D_t = D_{t-1} \times (1 + g) \quad (12)$$

Oдавde se može izraziti stopa rasta dividende g .

$$g = \frac{D_t - D_{t-1}}{D_{t-1}} \quad (13)^{34}$$

Postoje tri modela rasta dividendi.

- 1) Nulti rast dividendi – podrazumeva fiksni iznos dividende u budućnosti, odnosno:

$$Div_1 = Div_2 = \dots = Div_n,$$

što će reći da nam je $g = 0$, odnosno cena akcija bi bila:

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{Div_i}{(1+r)^i} \quad (14)$$

odnosno, ukoliko nam je $r > 0$ onda je

$$P = \frac{Div}{r} \quad (15)$$

Ovaj model se može isključivo primeniti pri izračunavanju vrednosti preferencijalnih akcija sa fiksnom dividendom.

- 2) Drugi metod, je metod konstantnog rasta dividendi podrazumeva neprekidan, stalni rast dividendi koji se izražava:

$$Div_1 = Div_0 \times (1 + g) \text{ odnosno, } Div_n = Div_0 \times (1 + g)^n$$

prema tome, cena akcija bi bila:

³⁴ Izvođenje ove formule na osnovu formule (12) bi bilo ovako: $D_t = D_{t-1} \times (1 + g)$; $(1 + g) = \frac{D_t}{D_{t-1}}$; $g = \frac{D_t}{D_{t-1}} - 1$; $g = \frac{D_t - 1(D_{t-1})}{D_{t-1}}$; $g = \frac{D_t - D_{t-1}}{D_{t-1}}$.

$$P_0 = \frac{Div_0(1+g)}{1+r} + \frac{Div_0(1+g)^2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{Div_0(1+g)^i}{(1+r)^i} \quad (16)$$

$$\text{odnosno, } P_0 = \sum_{i=1}^n \frac{Div_0(1+g)^i}{(1+r)^i} = Div_0 \sum \frac{(1+g)^i}{(1+r)^i}$$

ili još kraće, $P_0 = Div_0 \left(\frac{1+g}{1+r} \right)$ odakle je:

$$P_0 = \frac{Div_1}{r-g} \quad (17)^{35}$$

Iz jednačine broj (16) možemo izvući (r), diskontnu stopu:

$$r = \frac{Div_1}{P} + g \quad (18)^{36}$$

Da bi ova analiza konstantnog rasta dividendi imala praktičnog značaja neophodno je da važi relacija $r > g$.

- 3) Treći model višestrukog rasta čija je suština predviđanje stope rasta dividendi. Dakle, u ovom slučaju se ne podrazumeva rast dividendi po g stopi, nego po različitim stopama g_1, g_2, g_3 , itd. Složenost formule za izračunavanje višestrukog rasta dividendi zavisi od broja stopa (g) koje uzmemo u obzir. Ukoliko uzmemo stope g_1 i g_2 i vreme gde recimo, od perioda 0 do perioda T važi stopa g_1 a nakon perioda T važi stopa g_2 , rast dividendi će izgledati ovako:

$$Div_1 = Div_0(1 + g_1)$$

$$Div_2 = Div_0(1 + g_1)^2$$

$$Div_T = Div_0(1 + g_1)^T$$

Daljim razlaganjem ovog metoda ulazi se u dublju matematičku dimenziju čime se zamagljuje ekonomski smisao pristupa. Međutim, i pored komplikovanog pristupa, danas u vreme razvijene informacione tehnologije i različitih programskih paketa ovaj metod je znatno olakšan.

³⁵ Izvođenje ove formule na osnovu formule $P_0 = Div_0 \left(\frac{1+g}{1+r} \right)$ bi bilo: $P_0 = Div_0 \left(\frac{1+g}{1+r} \right)$, $P_0 = Div_0 \left(\frac{1}{1+r} + \frac{g}{1+r} \right) \rightarrow \frac{1}{1+r} = \frac{1}{r} + \frac{g}{1+r} = \frac{g}{r}$, $P_0 = \frac{Div_0}{r} + \frac{g}{r}$, $P_0 = \frac{Div_0+g}{r}$, $Div_0 + g = P_0 \times r$, $Div_0 = P_0 \times (r - g)$; $P_0 = \frac{Div_1}{r-g}$.

³⁶ $P_0 = Div_0 \frac{1+g}{1+r}$; $P_0 = Div_0 \left(\frac{1}{1+r} + \frac{g}{1+r} \right) \rightarrow \frac{1}{1+r} = \frac{1}{r} + \frac{g}{1+r} = \frac{g}{r}$; $P_0 = \frac{Div_1}{r} + \frac{g}{r}$; $r = \frac{Div_1+g}{P_0}$; $r = \frac{Div_1}{P_0} + g$.

1.1.4. Metodi zasnovani na analizi dobiti

U okviru ovog modela osnova za izračunavanje cena akcija nisu dividende već prihod. Veza između dividendi i profita je neraskidiva, jer se dividenda isplaćuje iz profita.

$$\text{Dividenda} = \text{Neto dobit} - \text{Zadržani profit (neraspoređena dobit)}$$

Za veličinu dobiti se uzima neto dobit po jednoj akciji (Earnings Per Share – EPS) koji se dobija deljenjem neto dobiti kompanije sa brojem emitovanih akcija. Ukoliko bi se celokupna dobit isplatila u vidu dividendi, onda bi važio $\text{Div} = \text{EPS}$, a formula bi glasila gotovo identično kao i formula broj (15).

$$P = \frac{\text{EPS}}{r} \quad (19)$$

Međutim, u praksi kompanije gotovo nikad ne isplaćuju celokupan iznos dobiti u vidu dividende, jer svaka kompanija ima plan rasta i razvoja tako da se jedna deo profita uvek zadržava. Taj deo zadržanog profita ima takođe svoju sadašnju vrednost i ukoliko bi formulu (19) proširili za vrednost zadržanog profita, dobili bi:

$$P = \frac{\text{EPS}}{r} + \text{SVRM} \quad (20)$$

Gde je SVRM – sadašnja vrednost razvojnih mogućnosti preduzeća.

Da bi došlo do plaćanja cena akcija neophodno je da budu ispunjena dva uslova:

- 1) Dobit mora biti zadržana kako bi se povećao akcijski kapital;
- 2) Investicioni planovi koje preduzeće namerava da ostvari moraju imati pozitivnu neto sadašnju vrednost, odnosno da profit bude veći od troškova koji su neophodni za finansiranje tog investicionog plana.

1.1.5. Metodi zasnovani na korišćenju P/E racija

Usled brojnih nedostataka prethodnih metoda (kao što su: kako proceniti dividendu, kako odrediti stopu rasta dividende, diskontnu stopu i sl.) razvijen je metod P/E racija, koji cene akcija izražava kao odnos tekućih tržišnih cena i neto dobiti po akciji (EPS).

Ukoliko pođemo od jednačine (20)

$$P = \frac{\text{EPS}}{r} + \text{SVRM}$$

I ukoliko obe strane podelimo sa EPS dobijamo:

$$P/E = \frac{P}{\text{EPS}} = \frac{\text{EPS}}{r} + \frac{\text{SVRM}}{\text{EPS}}. \quad (21)$$

Pošto nam se traži cena (P), biće:

$$P = P/E \times EPS \quad (22)$$

Ovaj metod bazira se na tri bitna faktora:

- 1) Proporcije dividende i neto dobiti po akciji – Div/EPS – pokazuje koliki deo dobiti će biti isplaćen vlasnicima akcija u obliku dividende.
- 2) Stopa rasta prinosa (Required Rate of Return) – k – koja se sastoji iz kamatne stope bez rizika i premije na rizik investiranja u pojedinu akciju i
- 3) Očekivana stopa rasta dividende (Expected Growth Rate in Dividends) – g – koja odražava očekivanja investitora u vezi povećanja dividende.

Ukoliko ova tri faktora zamenimo u obrazac, dobijamo sledeće:

$$P/E = \frac{Div/EPS}{k-g} \quad (23)$$

Pa stoga važi da manja diskontna stopa prouzrokuje veće stope dividende i dobiti, kao i duži vremenski period a sve to dovodi do povećanja vrednosti P/E racija.

Nešto više o ovom raciju biće u poglavlju IV u okviru fundamentalne analize.

Opet sa druge strane matematička rešenja pri vršenju analize cena akcija ne mogu biti potuno pouzdana, jer ne samo na cene akcija, nego na bilo koju pojavu koja se želi analizirati utiče ogroman broj faktora koji se ne mogu svi odjednom uzeti u obzir u okviru jedne matematičke relacije. Čak i kada bi se uzeli samo faktori koji imaju presudan uticaj na datu pojavu, nije moguće precizno predvideti njihovo kretanje u budućnosti, samim tim je i cena akcije pogrešna.

Imajući to u vidu, berzanski učesnici i analitičari se okreću drugim načinima i oblicima predviđanja cena. Te oblike u budućnosti predstavljaju *fundamentalna* i *tehnička* analiza cena akcija.

2. Faktori cena akcija

Posmatrano u kraćem vremenskom periodu na kretanje cena akcija u najvećoj meri utiču fundamentalni uslovi. Ukoliko, većina transaktora smatra da su ekonomski pokazatelji nepovoljni, akcije će se kupovati, a cene rasti i obrnuto, akcije će se ubrzano prodavati a cene će padati. Međutim, ukoliko be se posmatralo na duži vremenski period, postalo bi jasno da najveći uticaj ima kretanje privrede pa tako ukoliko bi uslovi u privredi bili stabilni, cene bi rasle i obrnuto ukoliko bi ekonomija bila slaba cene bi bile u padu.

Zato je prilikom predviđanja cena akcija neophodno pored stanja i poslovanja kompanije, koja je predmet interesovanja uzeti u obzir i globalne pokazatelje. Broj faktora koji mogu uticati na cenu akcija je veliki. Naime, neki faktori utiču na kraći neki na duži rok, jedni su lako uočljivi a ima i onih koji su dostupni samo užem krugu prvoklasnih investitora.

Faktori koji imaju najvećeg uticaja na cene su: zarade, odnos cena – zarada, dividende, prihodi od akcija, deobe akcija, dividende, kamatne stope, prihodi od obveznica, cena robe, društveni bruto proizvod, itd.³⁷

³⁷ Štimac M., „Osnove berzanskog poslovanja“, Beograd, 2005., str. 210.

2.1. Zarade

Zarada ili profit korporacije se smatra najvažnijim faktorom koji utiče na cene akcija, jer berzanski učesnici kupuju ili prodaju akcije na osnovu očekivanih zarada. Međutim, postoji i povratna sprema da zarade utiču na visinu cena akcija.

Ovo opravdava stav da se akcije kupuju zbog:

- 1) Očekivanog povećanja cene i
- 2) Radi ostvarivanja prihoda.³⁸

Povećanje zarade dovodi do povećanja cena akcija. Prihod od akcija predstavlja odnos dividende i tržišne cene. Akcija može vlasniku doneti prihod samo ukoliko kompanija isplaćuje deo zarade u vidu dividende, tako da povećanje cene akcija i prihod zavise od veličine zarade. Prilikom ostvarenja zarade kompanija ima dve mogućnosti, prvo, da isplati dividende akcionarima, drugo, da dobit reinvestira tj. Uloži u sopstveni razvoj. U oba slučaja akcionar je na dobitku, dakle, čak i u drugom slučaju. Ulaganjem kompanije u sopstveni razvoj i proširenje povećava se zarada kompanije u budućnosti a samim tim i cena akcija. Isto tako može se dogoditi da reinvestirani profit ne donese veću zaradu u budućnosti. Zato upotrebom odgovarajućih pokazatelja i težnjom za pozitivnom profitnom stopom može se utvrditi koliko je neka reinvesticija bila uspešna. Dakle, cene akcija ne prate uvek visinu zarade, čak zarade često izostaju za cenama, a mogu se kretati i u suprotnim pravcima. Što će reći, da se u proceni cena akcija ne smemo previše osloniti na visinu zarade, jer u dužem vremenskom periodu cene akcija na berzi su težile da budu ispred zarada, tako da informacije o zaradama stižu isuviše kasno da bi uticale na cene akcija.

2.2. Odnos cena – zarada

Odnos cena - zarada je najčešće korišćen pokazatelj za sagledavanje odnosa cena – akcija i zarada. Predstavlja odnos između tekuće tržišne cene akcije i godišnjih zarada. Na primer, ako se neka akcija prodaje za €84 a zarada po akciji iznosi €6, onda se akcija prodaje prema odnosu cena zarada 14:1, a ako zarada zadrži isti nivo a cena skoči recimo na €90 onda će odnos biti 15:1.

Odnos cena – zarada nekada se veoma intenzivno koristio a odnos 10:1 se uzimao kao polazni, i sve transakcije prema ovom ili nižem odnosu su smatrane dobrom investicijom. Danas su se standardi umnogome promenili, razvijene su savremenije metode pa se danas praksa sve manje oslanja na odnos cena – zarada.

Razlog za to leži u promenljivosti činjenica da se ovaj odnos u periodu između 1935. i 1990. god. kretao u rasponu od 6 do 130. Sa druge strane, postoji nepisano pravilo, da akcije ne treba kupovati ukoliko je odnos veći od 20:1 a neka gornja granica bi bila 25:1.³⁹

Međutim postoji odstupanje i od ovog pravila.

Tako na primer, *IBM* je tokom 1961. god. prodavao akcije po ceni od \$607, a godišnja zarada po akciji je iznosila \$7,60 tako da je odnos cena – zarada bio 80:1.⁴⁰

Osnovni zaključak bi bio da odnos cena – zarada pokazuje nivo fluktuacije između najviših i najnižih cena u životnom ciklusu akcija.

³⁸ Isto, op. cit. str. 210 - 218.

³⁹ Isto, op. cit. str. 212.

⁴⁰ Isto, op. cit. str. 212.

2.3. Dividende

Drugi najvažniji faktor koji utiče na cene akcija su dividende. Neko autori dividende stavljaju ispred zarada prema uticaju na cene akcija. Razlog za to, jer su dividende sigurna dobit za deoničara, dakle zarada nije reinvestirana i uzaludno potrošena, već je odmah deoničaru isplaćena u vidu gotovine. Dividenda je čak za deoničara sigurnija nego buduća zarada iako postoji velika verovatnoća da će zarada u budućnosti biti isplaćena. Dividenda se kao i zarada tokom vremena menjala u odnosu na profit, nekada rasla brže a nekad sporije u odnosu na profit, tako da ni ona ne može biti siguran pokazatelj.

2.4. Prihodi od akcija

Uticaj dividende na izbor portfelja hartija od vrednosti može se istražiti i preko prihoda od akcija. Prihodi se dobijaju kada se podeli godišnja dividenda sa trenutnom cenom akcija na tržištu. Takođe i prihodi od akcija ispoljavaju izvesne fluktuacije kroz istoriju, tako na primer, kada su se cene najviše povećavale, prihodi od akcija su iznosili oko 3%, a kada su cene padale, prihodi su se kretali u intervalu od 7 – 10%. Najveće fluktuacije prihoda od akcija zabeležene su kod industrijskih akcija.

Najveći uticaj na ovakav vid kretanja prihoda imaju sledeći faktori: razvoj, status kompanije, dividendna politika, izvori novog kapitala, starost kompanije, popularnost kod investitora, rizik.

2.5. Deoba akcija i dividende

Deoba akcija i dividende često deluju kao stimulansi za određivanje tržišne cene akcija. Vezano za deobu akcija i dividendi imamo dva oprečna stava. Prvi se odnosi na to da bez obzira, što je deobom akcija došlo do povećanja njihovih cena i što se povećana vrednost čuva u gotovom u obliku dividendi a akcionarima se isplaćuje samo povećan broj akcija, dakle, bez obzira na sve to oni su zadovoljni jer su sigurni da će to zaradeno bogatstvo biti njihovo u bliskoj budućnosti. Sa druge strane ima onih koji smatraju da povećanje treba da se isplaćuje u obliku dividendi a ne u obliku akcija.

Drugi stav se odnosi na to da deoba akcija i dividendi dovodi do smanjenja cena akcija što povećava tražnju a to opet utiče na podizanje cena akcija. Suprotno mišljenje ovome odnosi se na to da niže cene akcija zapravo samo povećavaju troškove transakcija tako da zapravo prave dobiti i nema.

Dale, zaključak je sledeći, povećanje cena je posledica, ili bi trebalo da bude, povećanja zarada a ne deobe akcija. Odnosno, deoba akcija ukoliko rezultira većim cenama na tržištu znači da te akcije prati dobra zarada a samim tim i visok nivo dividende.

2.6. Kamatne stope

Uticaj kamatnih stopa na cene akcija sastoji se u sledećem: usled visokih kamatnih stopa privredni subjekti su zainteresovani za ulaganje slobodnih novčanih sredstava u banke zbog sigurnosti plasmana i visokih prinosa. Samim tim sredstva se povlače sa berze i tražnja za akcijama opada, a za njima i cena berzanskog materijala. Takođe, visoke kamatne stope otežavaju kompanijama da ostvare visoke zarade i prevaziđu probleme visokih kamatnih

stopa na pozajmljena sredstva, pa se stoga investitori pre odlučuju na ulaganja koja nose manji rizik.

Međutim, opet sa druge strane istorija je pokazala da visina kamate ne mora uvek da prati kretanje cena akcija na tržištu. Tako je i bilo 1928. i 1929. godine kada su kamate bile visoke a transakcije na američkom tržištu uprkos tome dostigle svoj vrhunac.

2.7. Prihodi od obveznica

Prihodi od obveznica mogu imati značajnog uticaja na cene akcija. Naime, kada postoji visok raspon između prihoda od akcija u odnosu na prihod od obveznica investitor neće oklevati da uloži kapital u akcije. Međutim, kada postoji mala razlika između ta dva prihoda, investitor će se okrenuti obveznicama jer mu se ne isplati da za tako malu razliku rizikuje.

Tokom istorijskog razvoja dominacija akcija i obveznica se smenjivala naizmenično. Od početka XX veka pa do danas prihod od akcija je dominirajući u odnosu na prihod po osnovu obveznica.

2.8. Cena robe

U mnogim trgovačkim i proizvodnim kompanijama, profit u velikoj meri zavisi od količine zaliha. Rast cena znači da se zalihe mogu prodati po većoj ceni nego što su nabavljene odnosno proizvedene, naročito ukoliko postoji duži vremenski raspon.

Duži niz godina se smatralo da se od inflacije može zaštititi kupovinom akcija. Za vreme ekonomske krize 30-ih godina, smatralo se da će doći do velike inflacije usled pojačanog državnog intervencionizma pa je pojačana kupovina akcija kao način zaštite od inflatornog obezvređivanja. Međutim, velika inflacija se nije dogodila uprkos očekivanjima, zahvaljujući visokoj stopi nezaposlenosti.

2.9. Društveni bruto proizvod

Tokom istorije postojali su pokušaji da se utvrdi odnos između društvenog bruto proizvoda i cena akcija, ako bi se na neki način predvideli budući događajimeđutim ti pokušaji su propali, jer iako je rasto društvenog bruto proizvoda bio praćen rastom cena akcija dešavali su se i ne tako retko obrnuti slučajevi.

IV GLAVA

FUNDAMENTALNA I TEHNIČKA ANALIZA

1. Fundamentalna analiza

Kako joj samo ime kaže, bavi se istraživanjem određenih fundamentalnih faktora koji potiču iz političkog i ekonomskog okruženja, a koji mogu da utiču na kretanje cena akcija. Neki od tih faktora su:

- makroekonomski faktori u okruženju;
- industrijski uslovi;
- finansijski izveštaji;
- kvantitativni i kvalitativni faktori.

Makroekonomski faktori u okruženju odnose se na razmatranje ekonomskog stanja kako u svetu tako i u Srbiji, odnosno razmatranje kako makroekonomskih tako i monetarnih indikatora kao što su: kretanje GDP i industrijska proizvodnja, stopa nezaposlenosti, inflacija, profitabilnost kompanija, sektor stanovništva, potrošnja domaćinstava. Sve ove indikatore treba posmatrati povezano, kao jednu celinu. Kao drugi faktor koji može uticati na cenu akcija navode se industrijski uslovi na koje opet takođe utiče niz faktora kao što su: razlike u proizvodima, postojanje monopola, patent i prava koje poseduju kompanije, tehnologija, prepreke ulasku na tržište, spoljnotrgovinska politika (Foreign Trade Policy). Direktna uticaj razvoja industrijske grane na kretanje cena akcija na tržištu zavisi od kretanja industrijskog trenda na koji utiču:

- budući prihodi;
- veličina i udeo na tržištu;
- konkurencija;
- relativna precenjenost ili podcenjenost akcija na tržištu;
- kratkoročni pritisci tražnje na kupovinu akcija.

Nakon analize industrijske grane potrebno je proanalizirati samu kompaniju, tačnije odgovoriti na sledeće zahteve:

- čime se kompanija bavi
- kolika je veličina kompanije
- ciljevi kompanije
- finansijsko zdravlje (Financial Health)
- konkurenti
- ekonomski uslovi poslovanja.

Zatim se vrši analiza finansijskih izveštaja, kao i njihovo prilagođavanje potrebama dalje racio analize.

Što se tiče same fundamentalne analize, sa jedne strane imamo dve teorije koje predstavljaju osnovu ove analize, dok sa druge strane imamo niz pokazatelja u vidu matematičkih relacija. Dakle, dve nezaobilazne teorije su:

- 1) klasična teorija o cenama akcija
- 2) teorija poverenja.

1.1. Klasična teorija o cenama akcija

Klasična teorija, koja se još naziva i fundamentalna teorija, može se iskazati na sledeći način: *najvažniji razlog za promene cena akcija je predviđanje akcionarskih zarada*. Takođe, smatra se da zarade čine najvažniji, ključni faktor u određivanju berzanskih cena.

Pristalice ove teorije priznaju da je cena akcija trenutna vrednost svih očekivanih dividendi. Oni su, međutim, svesni da se dividende samo mogu dobiti od zarada. Promene u zaradama će promeniti perspektivu dividendi i tako će opravdano uticati na cene akcija. Bilo koji nagoveštaj koji ukazuje na promenu u zaradi određene kompanije, industrije ili cele ekonomije uticaće na cene akcija, koje će se obično kretati pre nego što se dogode stvarne promene u zaradama i dividendama.⁴¹

Dakle, ene akcija su izuzetno osetljiva kategorija, čije promene se uvek dešavaju pre nego sam događaj koji je zapravo imao uticaja na njih, što je izuzetno povoljno za one investitore koji trguju metodom „osluškivanja tržišta i sopstvene intuicije“

1.2. Teorija poverenja

Ova teorija kretanja je manje formalna od prethodne, jer zapravo se ne smatra glavnom i ne nalazi se u sadržaju standardne berzanske literature.

Teorija poverenja (*The Confidence Theory of Stock Prices*) se može definisati na sledeći način: *osnovni faktor u kretanju cena akcija predstavlja porast ili pad poverenja između trgovaca i investitora u budućem kretanju cena akcija, zarada i dividendi*.

Na prvi pogled, ova teorija može izgledati samo kao varijacija klasične teorije – da cene zavise od zarada. Zapravo, suštinska razlika između ova dva pristupa je u tome što teorija poverenja objašnjava cene akcija na osnovu marketinške psihologije više nego na osnovu statističkih podataka.⁴²

Ova teorija se zasniva na tome da se odluke o kupovini i prodaji akcija donose na osnovu dobro razrađenih pravila i standarda, kao što je načelo, da bi akcije trebalo prodavati prema određenom odnosu (cena – zarada – profit), ili da bi akcije trebalo da donesu prihode veće od onih koje donose obveznice. Na osnovu takvih jednostavnih i proverenih principa, dobro upućeni statističar koji raspolaže pravim informacijama i stručnjaci za investicije mogli bi sa lakoćom i velikim stepenom sigurnosti da predvide zbivanja na tržištu. Dakle, kada bi fundamentalni uslovi bili povoljni, cene akcija bi se kretale naviše u skladu sa promenama zarada i dividendi. I obrnuto, ako bi uslovi bili nepovoljni, cene akcija bi se kretale naniže u skladu sa promenom zarada i dividendi.

Na osnovu teorije poverenja, ukoliko veliki broj trgovaca i investitora ima pozitivan, optimističan stav u vezi sa fundamentalnim uslovima odlučiće se za kupovinu akcija. Taj optimizam može ići do tog nivoa, da odnos cena, zarada i dividendi ne bude povoljan. Opet, sa druge strane može među investitorima zavladati pesimizam i u tom slučaju će svi prodavati akcije bez obzira na povoljne fundamentalne uslove. Ukoliko taj nivo pesimizma pređe određenu granicu, oni će prodavati akcije čak i po ceni ispod realnog nivoa.

Dakle, prema teoriju poverenja, kupci i prodavci akcija su ekstremisti čije se raspoloženje kreće iz jedne krajnosti u drugu, što naravno često može dovesti do niza grešaka u trgovanju kojih ni sami investitori ponekad nisu svesni. Najbolje to ilustruje slika br. 4.1. - Ciklus emocija pri investiranju na berzi.

⁴¹ Štimac M., „Osnove berzanskog poslovanja“, Beograd, 2005., str. 206.

⁴² Isto, op. cit. str. 207.



Izvor: Autorizovana predavanja, Prof. Z. Jeremić

Slika broj 4.1. - Ciklus emocija pri investiranju na berzi

Postoje brojni primeri koji dokazuju uticaj i značaj teorije poverenja. Tako, 1946. Godine na berzama u SAD, iako su svi ekonomski parametri bili povoljni (rast DBP, stabilnost cena, zarade visoke, dividende u usponu) javio se talas pesimizma i sumnje. Posle svakog rata uobičajena je pojava krize, pa tako ni u ovom slučaju nije bilo izuzetaka. Akcije su se prodavale po sve nižim cenama i tržište je bankrotiralo iste godine.

Nasuprot ovom slučaju, 1985 – 1986 i 1991. Godine ekonomski uslovi su bili izuzetno nepovoljni, kamatne stope visoke (što je stimulacija za ulaganje u banke), strana konkurencija vrlo oštra, dolar isuviše jak (što dovodi do rekordno visokog trgovinskog deficita), budžetski deficit veliki, nezaposlenost na visokom nivou, velike kompanije beležile su ogromne gubitke, ali i pored svega toga cene akcija su nastavile da vrtoglavo rastu.

Ovi primeri samo potvrđuju da je izuzetno teško, a ponekad i nemoguće predvideti berzanska kretanja, a pogotovo kretanja cena akcija.

Vratimo se na početak, dakle, suština fundamentalne analize je u analizi prihoda kompanije i proceni potencijala njihovog rasta u *budućnosti*. Informacije koje su neophodne za fundamentalnu analizu crpe se iz finansijskih izveštaja – bilans stanja, bilans uspeha, kapitalnog bilansa i bilansa novčanih tokova. Što će reći, da se pored prihoda analiziraju i rashodi, kamate, porezi, itd. A metode koje se mogu koristiti su brojne – analiza racio brojeva, stopa prinosa, obrta, predviđanje kretanja vremenskih serija i analiza trendova, analiza P/E, EPS, stopa dividendi, racio isplate (odnos dividende i EPS) i mnogi drugi.

U daljem nastavku ove analize, obradićemo oko 15 indikatora fundamentalne analize, od kojih se većina veoma često koristi.

P – cena akcije (*Price*) - Zaključenu cenu akcije prethodnog dana trgovanja, predstavlja novonastalu cenu akcije. Zavisno od berze to može biti poslednja ili prosečna cena.

Mcap – tržišna kapitalizacija kompanije (*Market Capitalization*) – Računa se tako što se ukupan broj emitovanih običnih akcija pomnoži sa tržišnom cenom akcije, a predstavlja ukupnu tržišnu vrednost svih izdatih akcija kompanije, odnosno pokazuje koliko tržište

vrednuje kompaniju. Ovaj pokazatelj menja se svakog dana kao i cena akcija. Ako je na primer kompanija emitovala 25.000 akcija, a trenutna tržišna vrednost jedne akcije je RSD200, onda je $Mcap = 25.000 * 200 = 5.000.000$. ovaj iznos se razlikuje od kapitala kompanije koji označava vrednost koju su akcionari uneli u kompaniju.

Dakle, formula za izračunavanje bi bila:

$$Mcap = \text{trenutna tržišna vrednost jedne akcije} * \text{broj izdatih akcija}$$

EPS – neto dobit, zarada po akciji (*Earnings Per Share*). EPS nam govori o tome koliko je kompanija profitabilna. Računa se kao odnos neto profita i prosečnog broja akcija. Dakle,

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

Zarada po akciji se najčešće računa na bazi poslednja četiri kvartala pri čemu analitičari nastoje da predvide zaradu u sledećih četiri kvartala i da na bazi nje računaju EPS i PE. Na kraju, kao važna napomena, ukoliko u strukturi portfolija ima prioriternih akcija kod obračuna EPS, treba oduzeti dividende koje su na njih plaćene.

BV – knjigovodstvena vrednost preduzeća (*Book Value*) – predstavlja akcijski kapital društva, čiju vrednost uzimamo iz Bilansa stanja.

BVPS – knjigovodstvena vrednost po akciji (*Book Value Per Share*) – dobija se deljenjem akcijskog kapitala sa brojem akcija.

P/B – odnos tržišne cene i knjigovodstvene vrednosti akcije (*Price to Book Ratio*). Nizak P/B ratio može značiti da je akcija podcenjena ili pak da nešto sa poslovanjem kompanije nije u redu (kompanija ne vredi na tržištu).

P/E – (*Price to Earnings Ratio*) – računa se kao odnos tržišne cene po akciji i zarade po akciji (EPS).

$$P/E = \text{Tržišna cena po akciji} / EPS$$

P/E se još zove i multiplikator jer pokazuje koliko su investitori spremni da plate na jedan dinar (euro, dolar) zarade. Odnosno, u koliko je P/E ratio na primer 20, znači da je investitor u akcije spreman da plati €20 za svaki €1 zarade koji kompanija ostvari.

Visok P/E znači visoku zaradu u budućnosti i može se porediti jedino u okviru iste industrijske grane ili sa istorijskim vrednostima P/E jedne iste kompanije. Dakle, može varirati od grane do grane što zavisi od ekonomskih uslova u određenom periodu. Obično se kreće u intervalu 15 – 25. One kompanije koje imaju nadprosečno visok P/E moraju u budućnosti dostići veći rejting i uvećati zaradu ukoliko se to ne desi, može doći do pada cena akcija.

Sa druge strane postoji dilema da li je bolje da se akcije prodaju uz viši ili niži P/E. Naime, viši P/E govori investitorima o većim razvojnim mogućnostima preduzeća. Kao što je već napred navedeno, P/E se razlikuje između grana. Obično viši P/E imaju kompanije sa visokom tehnologijom. Takođe, visok P/E ne mora da znači da se radi o kvalitetnijim kompanijama. Tako da treba uzeti u obzir i druge faktore uspešnosti firme, kao što su – razvojne mogućnosti u budućnosti, analiza menadžmenta i konkurentske pozicije, finansijska analiza, itd.

Smatra se da P/E može biti visok iz sledećih razloga:

- a) Cene akcija su suviše visoke
- b) Neto dobit je suviše mala (matematički posmatrano kada bi neto dobit bila jednaka nuli, P/E bi predstavljao beskonačnu veličinu)
- c) Zato što se koristi suviše niska diskontna stopa
- d) Usled postojanja različitih računovodstvenih metoda koji utiču na visinu prihoda i neto dobiti.⁴³

Na kraju, postoje dve interpretacije ovog pokazatelja, akoja će prevagnuti zavisi od samog investitora:

- 1) Su akcije koje imaju viši P/E – zato što jedna novčana jedinica dobiti više vredi („dobit je skuplja“)
- 2) Bolje su akcije koje imaju niži P/E – zato što jedna novčana jedinica dobiti može da se kupi za nižu cenu. Racionalan investitor može rezonovati – takvu akciju treba kupovati, pošto je „jeftinija“.⁴⁴

P/S – (*Price to Sales Ratio*) – odnos tržišne cene akcije i prihoda od prodaje.

Debt – to – Equity – Meri dug prema kapitalu i pokazuje koliko je ona zadužena. Ukoliko je ovaj ratio visok znači da kompanija finansira svoj razvoj pozajmljenim sredstvima što može rezultirati u vidu nestabilnosti cene akcija i visokom riziku.

ROA – (*Return on Assets*), zove se još i Return on Investment – ROI. Ovaj pokazatelj meri prinos koji reinvestira kompanija odnosno pokazuje koliki prihod je ostvaren investiranjem same kompanije u svoj razvoj. Predstavlja odnos neto profita i ukupne aktive.

Međutim, prilikom njegovog izračunavanja preporučuje se korišćenje prosečnog iznosa aktive tokom godine, jer se na taj način izbegava upoređivanje aktive koja tokom godine raste, sa uobičajenim sezonskim oscilacijama i profita koji se stvara tokom cele godine.⁴⁵

ROE – (*Return on Equity*) predstavlja prinos na kapital, odnosno prinos od uloženog sopstvenog kapitala. Ovim pokazateljem se meri koliko je kompanija ostvarila profita u poslednja četiri kvartala u odnosu na uloženi kapital akcionara. To je ujedno i osnovna mera profitabilnosti. Računa se kao odnos neto profita i akcionarskog kapitala.

Ako je na primer kompanija X ostvarila €1 milion neto profita u prošloj godini i ima akcionarski kapital €10 miliona, ROE je 10%. Dakle, cilj je da se sa što manje kapitala ostvari što veći profit.

NPM – (*Net Profit Margin*) – neto profitna marža računa se kao odnos neto dobiti (nakon oporezivanja) i ukupnih prihoda.

⁴³ Erić D., „Finansijska tržišta i instrumenti“, Beograd, 2003., str. 368.

⁴⁴ Isto, op. cit. str. 368.

⁴⁵ Hadžić M., „Bankarstvo“, Beograd, 2007. god., str. 383.

Current Liquidity Ratio – koeficijent tekuće likvidnosti predstavlja odnos kratkoročne imovine i kratkoročnih obaveza. U tekuću imovinu spadaju: novac, likvidni vrednosni papiri, potraživanja od kupaca i zalihe.

Beta koeficijent – (β) predstavlja meru volatilnosti akcije ili celog portfolija, kao i sistematskog rizika, u poređenju sa tržištem u celini. Najčešće se računa u odnosu na berzanski indeks, a najreprezentativniji je S&P500 indeks.

Ukoliko je Beta=1 onda to znači da se cena akcije kreće tačno kao i tržište. Ako je beta manja od 1 znači da će akcija biti manje volatilna nego tržište. Beta veća od 1 znači da će cena akcije biti više volatilna nego tržište.

Imajući u vidu veoma veliki broj pokazatelja koje obuhvata fundamentalna analiza to će reći da zapravo fundamentalnu analizu treba sprovoditi u smislu odabira najbolje kombinacije pokazatelja, jer samo uz najbolju kombinaciju mogu se shvatiti i predvideti kretanja i dešavanja na tržištu. Isto tako fundamentalna analiza je pogodnija za dugoročne investitore koji kupuju potencijalne akcije i čekaju da one dostignu realnu tržišnu vrednost, nego za kratkoročne investitore.

Međutim, danas, kako svet odlikuju sve modernija dešavanja, shvatanja, ubrzan razvoj savremene tehnologije, računarske tehnike, veliki broj različitih software-a za najrazličitije računarske operacije, to se sve više savremeni investitori okreću od fundamntalne, koja je u biti dosta složenija, zahteva ogromna znanja i veštine, kako iz sveta ekonomije tako i iz matematike, ka tehničkoj analizi koja posredstvom računara ne iziskuje mnogo ni vremena ni znanja.

2. Tehnička analiza

Tehnička analiza počiva na tome da: *zaključci o budućem ponašanju učesnika na tržištu mogu se izvući iz njihovog ponašanja u prošlosti. Samim tim, na osnovu valjane tehničke analize koja će obuhvatiti prethodni period, mogu se izvući pouzdani zaključci o kretanju cena na finansijskim tržištima u budućnosti.*⁴⁶

Dakle, tehnička analiza polazi od pretpostavke da se kretanje cena u budućnosti može predvideti na osnovu njihovog kretanja u prošlosti. Tehnička analiza se zasniva na analizi grafika, za šta su neophodni istorijski podaci.

Osnovna slabost tehničke analize je u tome što ima nedovoljnu teorijsku podlogu. Pa se stoga svodi samo na crtanje šablona i grafikona u cilju predviđanja događaja u budućnosti. Temelje u teoriji tehničke analize dao je Charles Dow. On je izvršio nekoliko analiza.

Prva analiza koju je Dow izvršio obuhvatala je samo 11 akcija, od kojih je 9 pripadalo železničkim kompanijama. Do 1887. god. izvorni indeks je bio podeljen na dva dela jedan je sadržavao 12 akcija industrijskih kompanija a drugi 20 akcija železničkih kompanija. Tokom 1928. god. industrijski spisak je proširen na 30 kompanija, a 1929. god. je uključen i registar usluga.⁴⁷

Dakle, Dow teorija je preteča tehničke analize. Danas čak i u vreme kompjutera osnovu kompjuterske analize čini Dow teorija čega mnogi „teoretičari“ nisu ni svesni. Osnovna načela Dow teorije mogu se izraziti na sledeći način:

⁴⁶ Štimac M., „Osnove berzanskog poslovanja“, Beograd, 2005., str. 219.

⁴⁷ Isto, op. cit. str.

1) *Procena je u osnovi svega*

Ovo načelo podrazumeva da se analize sastoje u proceni tržišta pri čemu se uključuju i moguće nepredviđene okolnosti kao zemljotresi, poplave i druge prirodne nepogode.

2) *Tržište ima tri pravca kretanja.*

Dau je podelio tržišna kretanja u tri različite kategorije: primarno, sekundarno i neznatno – zanemarljivo. Dau ih je uporedio sa morskom strujom, talasima i žuborenjem mora. U središtu osnovnog interesovanja je primarno ili glavno kretanje, koje obično traje duže od godine a često i nekoliko godina. Dau je bio ubeđen da je većina investitora zainteresovana prvenstveno za glavna kretanja.

Primarno kretanje je bilo poput morske struje. Sekundarno ili srednje kretanje je uporedio sa talasima koje pravi morska struja, dok su neznatna kretanja slična žuborenju talasa. Korišćenjem štapova za merenje najviše tačke na plaži, koju dostiže svaki uzastopni talas, može se izmeriti pravac morske struje. Ako se svaki uzastopni talas kreće dublje ka kopnu od prethodnog, struja će i dalje postojati. Samo kada talasi počnu da se povlače, posmatrač će znati da je morska struja iščezla.

Sekundarno, ili srednje kretanje predstavlja korekciju u primarnom kretanju, i obično traje id tri nedelje do tri meseca. Ove srednje korekcije prelaze ponovno $1/3 - 2/3$ prethodnog kretanja, a često iznose oko 50%. Neznatno ili kratkotrajno kretanje traje manje od 3 nedelje i predstavlja kraći period fluktuacije u srednjem kretanju.

3) *Glavna kretanja imaju tri faze*

Glavno kretanje čine tri faze. Prva, koje se zove akumulaciona, predstavlja kupovinu zasnovanu na dobroj informisanosti naj mudrijih investitora, pošto su sve loše ekonomske vesti konačno odbačene od strane tržišta. Druga faza, gde većina sledbenika tehničkog kretanja počinje da učestvuje, odigrava se kada cene počnu brzo da rastu a poslovne vesti se poboljšavaju. Treća, i konačna faza, okarakterisana je povećanjem javnog učešća, kada štampa počinje da objavljuje priče o porastu berzanskih akcija koje pristižu u sve većem broju. Ekonomske vesti su bolje nego ikada i prostor za špekulacije se povećava. Tokom ove poslednje faze dobro obavešteni investitori, koji su počeli da „akumuliraju“ po najnižoj ceni kada niko nije hteo da kupuje, sada počinju da „plasiraju“ kada drugi ne žele da prodaju.

4) *Procene moraju da potvrde jedna drugu*

Poslednji pad cena industrijskih akcija nije bio potvrđen sličnim promenama u indeksu transportnih kompanija. Taj nedostatak potvrde sa donje strane predstavlja upozorenje da je signal brze prodaje u industriji bio sumnjiv pa industrijske kompanije moraju da budu obazrive u pogledu budućih promena.

U ovom delu Dau je ukazivao na železničke i industrijske procene. Smatrao je da nevažni signali tržišta koje očekuje pad ili rast cena akcija mogu da se uzmu u obzir ukoliko obe procene daju isti signal. Drugim rečima, obe procene su morale da premaše prethodni sekundarni maksimum da bi tržište, koje očekuje pad cena akcija, startovalo. Ako bi samo jedna procena poslala signal, tada ne bi bilo ovog tržišta.

Signali nisu morali da se pojave u isto vreme, ali je bilo bolje ukoliko su blizu jedni drugima. Ukoliko se ove dve procene razmimoilaze, teško se izvodi pouzdan zaključak.

5) *Obim mora da potvrdi kretanje*

Ako je glavno kretanje naviše, obim bi trebalo da se širi kao što cene rastu. U suprotnom slučaju, obim bi trebalo da se smanjuje kako cene padaju. U kretanju naniže, trebalo bi da bude obrnuto.

6) *Kretanje se smatra efektivnim dok daje određene povratne signale*

Ovo načelo objašnjava to da trenutno kretanje ima tendenciju da nastavi da traje. Upotrebom različitih formula i praćenjem isto tako različitih faktora može se utvrditi kada aktuelna kretanja ulaze u fazu promena.

Sa druge strane, trebalo bi imati u vidu da Dau teorija nikada nije nameravala da predvidi kretanja. Njena svrha je bila da signalizira pojavu glavnih tržišta koja očekuju pad odnosno rast cena akcija. Ova teorija ipak nije nepogrešiva. Imala je periode loših signala u proteklom vremenu. Dau, uostalom, nije ni imao nameru da koristi svoju teoriju za prognoziranje pravca berzanskih promena. On je smatrao da je najvažnije koristiti pravac berze, da je njena prava vrednost što može da posluži kao barometar generalnih uslova poslovanja.

2.1. Praktična primena tehničke analize

Upotreba tehničke analize u trgovanju akcijama podrazumeva - trgovanje prema planu, a planiranje i određivanje investicione strategije i osnovnih pravila investiranja važno je isto koliko i pridržavanje istih, unapred donetih poslovnih odluka. Jer, pridržavanje definisanih pravila omogućuje držanje pod kontrolom svih potencijalnih gubitaka, ali i mogućnost maksimizacije potencijalne dobiti, takođe bez obzira na to radi li se o kratkoročnom ili dugoročnom ulaganju.

2.1.1. *Značaj korišćenja tehničke analize*

Prilikom određivanja značaja tehničke analize postavljaju se dva pitanja, prvo, da li je moguće razvijati se brže od tržišta i drugo, da li je moguće svesti gubitka ne minimum, odnosno, gubiti manje od tržišta? Da, moguće je, korišćenjem alata koje uključuje tehnička analiza akcija kao i pridržavanjem unapred definisanih sopstvenih investicionih strategija moguće je razvijati se brže od tržišta, a ujedno i držati pod kontrolom potencijalne gubitke i samim tim - u slučaju opadajućeg trenda - izgubiti vrednost manju od one koju će izgubiti samo tržište.

Tehnička analiza namenjena je kako kratkoročnim tako i dugoročnim investitorima. Naime, kod otvaranja bilo dugoročnih, bilo kratkoročnih pozicija bitno je odrediti povoljan trenutak za ulazak, ali isto tako i proceniti pravi trenutak za reorganizaciju portfolia ili zatvaranje pozicije u cilju ponovnog ulaska kako bi se napravile značajnije korekcije. Dugoročna ulaganja poznata su kao dobar način akumuliranja kapitala, ali isto tako je bitan i trenutak kupovine akcija, tj. otvaranja određenih pozicija, jer se vrlo lako može dogoditi da situacija akumuliranja kapitala i povećanja njegove vrednosti ispadne suprotna od očekivanja.

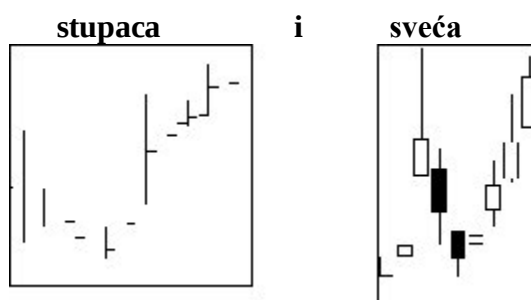
Planiranje trenutka ulaska (otvaranja pozicija) kao i trenutka izlaska (zatvaranja pozicija) sa tržišta značajno je kako za ostvarivanje dobiti, tako i za kontrolu gubitaka. Postavljanje granice prihvatljivog rizika od velikog je značaja. Naime, postavlja se logično pitanje - da li je bolje otvoriti poziciju, čekati kraj padanja vrednosti i nadati se njenom ponovnom oporavku ili pak zatvoriti poziciju u padu i otvoriti drugu, koja je u trenutnom rastu. Takođe, treba imati na umu da pad od 50% vrednosti zahteva ponovni rast od 100% (Prikaz na tabeli br. 4.1.)

% gubitka vrednosti	Potreban % rasta za nadoknadu gubitka
10%	11,1%
20%	25,0%
30%	42,9%
40%	66,7%
50%	100%
60%	150%
75%	300%

Tabela br. 4.1.⁴⁸

2.1.2. Kako čitati grafikone

Tehnička analiza koristi grafikone za prikaz trgovanja i kretanja cena u određenim vremenskim periodima. Najčešće korišćene vrste prikazivanja podataka trgovanja („price bar“) su pomoću:



Slika br. 4.2.

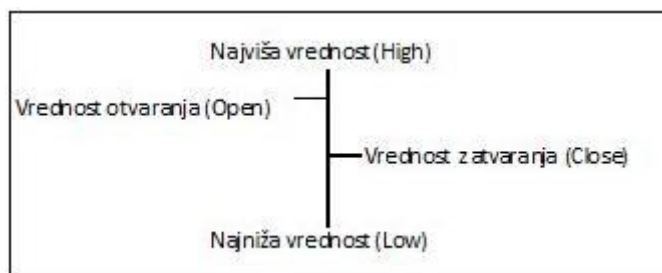
Svaki prikaz podataka trgovanja se sastoji od 4 osnovna elementa - OHLC:

1. Cena otvaranja, vrednost prve transakcije (*Open*)
2. Najviše cijene (*Higih*)
3. Najniže cijene (*Low*)
4. Cene zatvaranja, vrednost poslednje transakcije (*Close*)

Prikaz podataka trgovanja („price bar“) može se odnositi na različite vremenske intervale, zavisno od odabrane vremenske agregacije prilikom kreiranja grafikona. Može se odnositi na dnevne podatke trgovanja (dan), nedeljne, mesečne, ali isto tako i na kraće periode od dana (1 min, 5 min, 10 min, 15 min,.. 1 sat, 2 sata...).

Prikaz podataka trgovanja pomoću stupaca sastoji se od osnovne, uspravne linije koja predstavlja raspon trgovanja u posmatranom razdoblju (raspon između najniže (L) i najviše (H) cene trgovanja kao i oznake vrednosti otvaranja (O) sa leve strane i oznake vrednosti zatvaranja (C) sa desne strane što pokazuje slika br. 4.3.

⁴⁸ Slike u okviru ovog drugog poglavlja preuzete su sa Web adrese, koja je u spisku na kraju navedena pod rednim brojem 1.



Slika br. 4.3.

Ukoliko je na prikazu samo vodoravna linija, znači da se trgovalo po istoj ceni (Open), nije bilo trgovanja iznad i ispod te cene (nema H i L), a cena je ostala nepromenjena (Slika br. 4.4). Ukoliko je oznaka vrednosti zatvaranja (Close) niža od vrednosti otvaranja (Open), znači da je u posmatranom razdoblju trgovanja došlo do pada cena akcija (Slika br. 4.5.). Ukoliko je situacija suprotna, Close je iznad Open, znači da je u posmatranom periodu trgovanja došlo do rasta cena akcija (Slika br. 4.6.). Ukoliko su vrednosti u istoj ravni, znači da nije došlo do promene cene u posmatranom vremenskom periodu, iako se trgovalo i iznad i ispod cene otvaranja i zatvaranja (Slika br. 4.7.).

sl. 4.4.

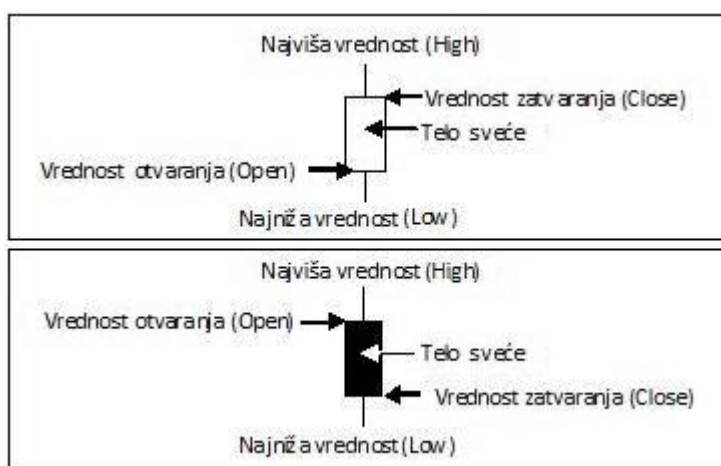
sl. 4.5.

sl. 4.6.

sl. 4.7.



Kod prikaza podataka trgovanja pomoću sveća vrednost otvaranja (O) i vrednost zatvaranja (C) čine osnovu sveće. Ukoliko se radi o porastu cene, osnova, odnosno telo sveće će biti belo, oivičeno sa gornje strane vrednošću zatvaranja (C), a sa donje vrednošću otvaranja (O). U suprotnom slučaju, kada se radi o padu cene, telo sveće će biti crno i oivičeno na suprotan način od rasta. Uspravne linije iznad i ispod tela označavaju najvišu (H) i najnižu (L) vrednost trgovanja u posmatranom periodu (Slika 4.8.). Takođe, tela sveće mogu biti različitih boja (npr. zeleno/ crveno).



Slika br. 4.8.

Ukoliko prilikom trgovanja nije došlo do promene cene vrednosti zatvaranja (C) u odnosu na vrednost otvaranja (O), telo sveće neće postojati, ali ako su postojale oscilacije u vrednostima trgovanja tokom promatranog perioda, prikaz će izgledati kao presek uspravne i vodoravne

linije (Slika br. 4.9.). Ukoliko prilikom trgovanja nije došlo do promene cene zatvaranja (C) u odnosu na cenu otvaranja (O), ali nije bilo ni oscilacija u vrednostima prilikom trgovanja, prikaz će biti vodoravna linija (Slika br. 4.10.).

Sl. 4.9. Sl. 4.10.



2.1.3. Pojam i određivanje trenda

Trend je smer u kom se kreće tržište i predstavlja jedan od najjednostavnijih, ali i najznačajnijih alata tehničke analize. Definisanje kretanja trenda je kod pojedinih osoba vrlo razno, usled posmatranja različitih vremenskih perioda. Takođe, bitno je napomenuti da akcije nemaju uvek rastući ili padajući trend, odnosno može se neka desiti da nema trenda (Slika br. 4.11.).



Slika br. 4.11

Samim pogledom na grafikon moguće je identifikovati postojanje trenda u određenom vremenskom periodu. Međutim, problem se javlja kada je potrebno odrediti buduće kretanje trenda na osnovu ranijih, istorijskih podataka. Na osnovu toga razlikujemo tri tipa trenda:

- primarni,
- sekundarni i
- tercijalni.

Razlika između ova tri tipa trenda leži u dužini vremenskog intervala na koji se odnose.

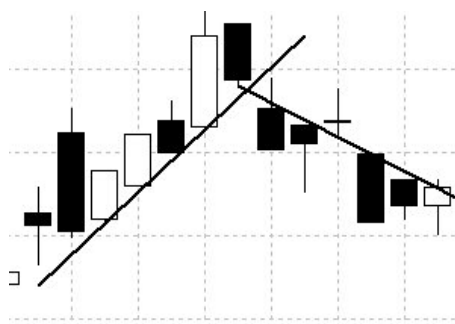
Kod određivanja i definisanja trenda važno je odrediti vreme unutar kog se vrši analiza, identifikovati postojanje trenda i utvrditi njegovu snagu. Naime, ukoliko tražite trend na sedmičnom nivou, možda ćete ispravno uočiti i identifikovati trend; međutim, ako istu akciju posmatrate na mesečnom nivou može se dogoditi da trenda zapravo i nema.

Takođe, važno je napomenuti da je osim utvrđivanja postojanja trenda izuzetno važno proceniti i njegovu snagu i na taj način predvideti potencijalnu situaciju nastalu usled promene trenda. Naime, može se reći, da - što je neki trend duži (odnosno, traje duži vremenski period) - ima i veću snagu, a što više zaključnih cena spaja, utoliko je veći i njegov značaj. Isto tako, i

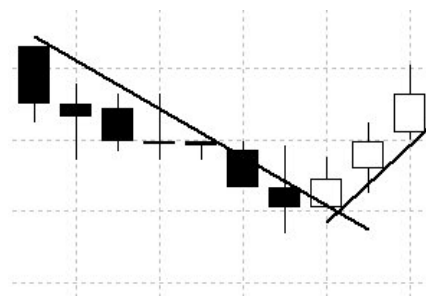
nagib trenda govori o njegovoj važnosti (najvažnije linije trenda po pravilu su pod uglom od 45°).

Jedan od prvih signala promene trenda je situacija u kojoj završne cene probijaju liniju trenda. U navedenoj situaciji trend postaje nepouzdaniji pa je potrebno ili korigirati postojeći trend ili ucrtati novi, ali - kako je već rečeno - isto može biti i jedan od prvih signala promene trenda.

Slika 4.12. prikazuje probijanje rastućeg trenda i promenu u padajući, dok slika 4.13. prikazuje probijanje padajućeg trenda i promenu u rastući trend.

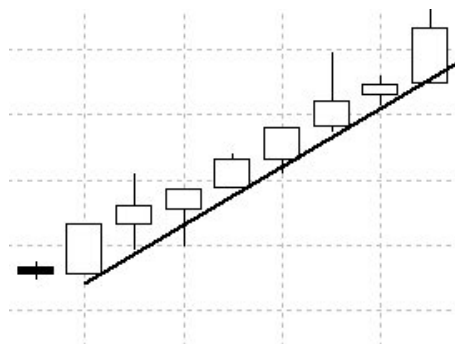


Slika 4.12

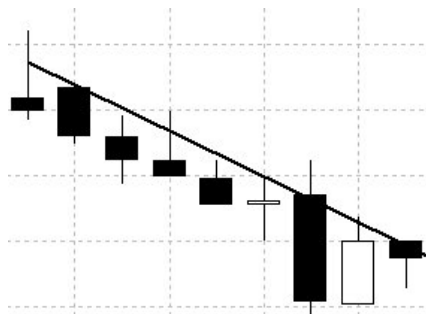


Slika 4.13

Rastući trend je uzlazna linija koja se ucrtava ispod nivoa zaključenih cena (Slika br. 4.14). Posmatrajući trend, može se primetiti kako cena prati liniju trenda, odnosno „odbija se“ od linije trenda.



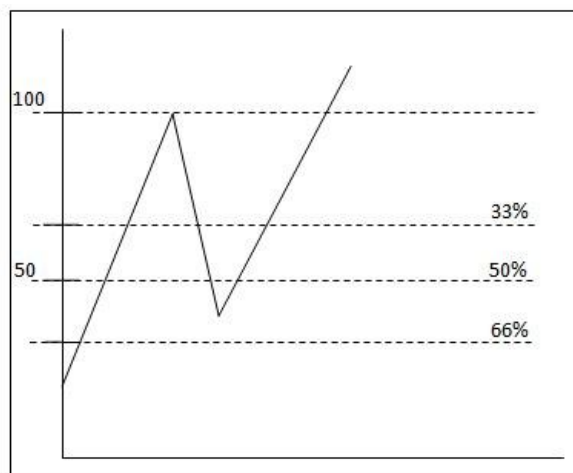
Slika 4.14



Slika 4.15

Nasuprot rastućem, padajući trend je padajuća linija koja se ucrtava iznad zaključenih cena (slika br. 4.15). Kao i kod rastućeg trenda, i ovde cene se „odbijaju“ od linije trenda.

Što se tiče odstupanja vrednosti od trenda smatra se da oko 33% odstupanja od trenda je minimalno, dok je oko 66% maksimalno odstupanje. Maksimalno odstupanje od 66% je kritična tačka. Drugim rečima, korekcija bi se morala zaustaviti na odstupanju od 66% da bi se trend održao, u suprotnom će biti veća verovatnoća promene trenda (slika br. 4.16). Navedena odstupanja odnose se podjednako na dugoročni, srednjoročni i kratkoročni trend.



Slika 4.11

2.1.4. Značaj volumena u određivanju trenda

Iako sekundaran pokazatelj, volumen čini neizostavni element prilikom određivanja trenda i snage tržišta. Volumen služi kao potvrda snage trenda, a mnogi smatraju kako promene volumena nagoveštavaju i promenu trenda, što svoju podlogu pronalazi u tome, da promene volumena nastaju kao promene ponude i tražnje na tržištu. Pri rastućem trendu raste i volumen sa rastom cena, dok smanjenjem volumena i cene padaju. Dakle, obrnuta situacija je u slučaju opadajućeg trenda. Naravno, s' tim da tržište može u oba slučaja da bude snažno ili slabo - i prilikom rastućeg i prilikom opadajućeg trenda, što je prikazano u matrici koja slijedi (Tabela br. 4.2):

Volumen	Cena	Tržište
Raste	Raste	Snažno
Opada	Raste	Slabo
Raste	Opada	Snažno
Opada	Opada	Slabo

Tabela br. 4.2

Da bi se pratio uticaj, odnosno pritisak, volumena na kupovinu ili prodaju, ali ujedno i osećaj tržišta, može se koristiti indikator „On Balance Volume“ (OBV), kojim se meri volumen trgovanja u odnosu na promene cene (pozitivne ili negativne); njim se može predvideti dalje kretanje cene određene akcije.

2.1.5. Indikatori trenda

Prilikom identifikacije postojanja trenda i njegove snage od velike nam pomoći može biti indikator „Directional movement system“, koji je možda i najbolji indikator postojanja trenda i njegove snage. Sastoji se od 3 linije: DI+ (positive directional indicator line); DI- (negative directional indicator line) i ADX (average directional indicator line) (Slika br. 4.12).



Slika 4.12

Objašnjenje linijskog dijagrama vezano za „Directional Movement System“ sledi u narednoj tabeli br.4.3.

Vrednost linije ADX	Značenje
Rast ADX-a i vrednost ADX je između 15 i 25	Mogući početak trenda
Rast ADX-a i vrednost ADX je između 25 i 45	Postojanje trenda (Tranding)
Rast ADX-a i vrednost ADX je > 45	Snažan trend s mogućnošću preokreta
ADX u opadanju i vrednost ADX je između 30 i 45	Moguća korekcija trenda
ADX u opadanju i vrednost ADX je između 20 i 30	Konsolidacija trenda
ADX u opadanju i vrednost ADX < 20	Nepostojanje trenda (Trading range)
Vrednosti linija DI+ i DI-	Značenje
DI+ > DI-	Rastući trend
DI+ < DI-	Padajući trend

Tabela br. 4.3

2.1.6. Pomični proseci i oscilatori

Poznato je da se pomični proseci i oscilatori ne koriste uvek u istim situacijama. Tako da važi pravilo da:

1. Kada postoji izražen trend – koristimo pomične proseke
2. Kada trend ne postoji – koristimo oscilatore

Pomičnim prosecima se slučajna odstupanja u podacima ublažavaju njihovim svođenjem na prosek, sa ciljem da se na tako prikazanim podacima prepozna pravilnost ponašanja, na osnovu čega se potom može izvesti predviđanje, i to na način, da se tačne vrednosti iz vremenskog niza zamenjuju prosekom te vrednosti i nekoliko susednih vrednosti.

Kod pomičnih proseka je svaka od vrednosti čiji se prosek računao imala - jednaku važnost. U mnogim vremenskim nizovima, dešavanja iz bliže prošlosti značajniji su indikator za buduće događaje od onih iz udaljenije prošlosti. Eksponencijalni pomični proseci daju veću važnost vrednostima iz bliže prošlosti. Na primer, ukoliko se vrednost u trenutku "t" računa na osnovu vrednosti iz prethodna dva trenutka "t-2" i "t-1", onda se vrednosti iz razdoblja "t-2" daje manji ponder od onog koji se daje vrednosti iz razdoblja "t-1".

Značenje pomičnih proseka nije u predviđanju postojanja trenda, već služi za potvrdu pojave novih trendova. Po pravilu važi: što je duži interval uzet u obuhvat pomičnog proseka, to će potvrda biti sigurnija.

Najčešće Korišćeni pomični prosek je MACD, koji predstavlja razliku između pomičnih proseka različitih vremenskih razdoblja; presekom MACD linije i MACD signala dobijaju se prodajni, odnosno kupovni signali (slika br. 4.15.). Za razliku od nekih drugih pomičnih proseka, MACD se koristi i kada trend postoji, i kada ne postoji.



Slika 4.15

U slučaju da nema izraženog trenda, od velike nam pomoći mogu biti razni oscilatori. Međutim, treba uzeti u obzir da nas oni - posebno prilikom postojanja trenda - mogu obmanuti i dati netačne pokazatelje pa stoga treba biti oprezan u načinu na koji se tumače.

Oscilatori će nam dati uvid u stanje tržišta, i to u situaciji kada nismo sigurni postoji li kod određene akcije prevelika tražnja („overbought“) ili prevelika ponuda („oversold“).

Kao što je na početku rečeno, oscilatori se po pravilu ne koriste kada postoji izražen trend pa stoga njihovoj interpretaciji treba pristupiti s' odgovarajućom uzdržanošću (primeri 1 i 2). Na primer, ukoliko bi postojao izražen negativan trend, a oscilator pokazuje da je akcija previše rasprodana (oversold), bila bi pogrešna procena da se ovde radi o kupovnom signalu.

Primer 1 (slika br. 4.16): Iako CCI indikator signalizira "oversold", što bi bio kupovni signal, vidimo da je trend izrazito negativan (postojanje trenda), a i MACD indikator nam je dao - prodajni signal.



Slika 4.16

Primer 2 (slika br. 4.17): CCI indikator signalizira "oversold", što je kupovni signal. Vidimo da nema izraženog trenda, a i MACD indikator nam je dao kupovne signale.



Slika 4.17

2.1.7. Volatilitnost

Od manje značaja nije ni tema volatilnosti i njenog određivanja. Volatilitnost predstavlja nepredvidivu promenu određene varijable u nekom vremenskom periodu i jedan je od indikatora rizika. Što je volatilitnost neke varijable veća, to je veća i rizičnost pri donošenju odluke vezanu uz tu varijablu.

Jedan od najčešće korišćenih indikatora volatilnosti su Bollingerove krive (Bollinger bands). Po pravilu, konvergentan BB će nam ukazivati na smanjenje volatilnosti, dok će divergentan BB ukazivati na povećanu volatilitnost. Takođe, i „klizanje“ cene po krivi BB pokazuje jačinu trenda, no istovremeno upućuje i na mogućnost promene trenda – odbijanje od jedne prema drugoj BB liniji (slika br. 4.18.).



Slika 4.18

Iz svega napred navedenog može se zaključiti da je značaj tehničke analize ogroman i da u kombinaciji sa određenim fundamentalnim pokazateljima može u značajnoj meri uticati na ispravnost donošenja pozitivne poslovne odluke. Dakle, ne treba uzeti bukvalno sve pokazatelje, jer se time može izgubiti smisao onoga što želimo da postignemo, već izabrati optimalni kompleks pokazatelja kako bi se dobili pravi rezultati.

U drugom delu ovog rada, biće prikazani pokazatelji i analize koje se koriste na našim tržištima, dakle, na našoj Beogradskoj berzi. Pre nego što se upustimo u praktičnu analizu, koja čini važan deo ovog rada, na samom njegovom početku rečeno je da će biti par uopštenih reči vezanih za svetske istorijske manipulacije i špekulacije na finansijskim tržištima.

Naime, tokom duge svetske istorije na finansijskim tržištima postojale su razne manipulacije i špekulacije kao što je 1711. godine bio skandal sa Kompanijom južnih mora, zatim drugom polovinom XIX veka manipulacija sa železničkom kompanijom u SAD čiji su glavni akteri bili Daniel Drew i Džej Guld, zatim niz manipulacija u okviru prodaje na kratko (Short sale) ili prodaja bez pokrića, fiktivna prodaja (Wash sale) ili trgovina bez promene vlasništva nad nekom imovinom, zatim manipulacije u okviru pool udruženja 20-ih godina XX veka. Sve ove malverzacije kao i mnoge druge proističu iz nedostatka regulative i dovoljnog broja zakona. Tako na primer, kod prodaje bez pokrića kada je Džej Guld doveo do bankrotstva mnogih investitora na Njujorškoj berzi nakon čega je donet zakon da Short sale kao način manipulacije postaje protivzakonit i da se zabranjuje učešće u takvim malverzacijama svim službenicima, direktorima i vlasnicima akcija korporacija. Isto tako i fiktivna prodaja postaje najstrože zabranjena pravilima berze. Isto tako možemo primetiti da u praksi prvo se desi neki katastrofalan slučaj sa enormnim posledicama, pa tek onda se donosi zakon i regulativa, tako da uvek postoje neke „rupe“ u zakonu i nikako nije moguće to međusobno uskladiti. Kao osnovno regulatorno telo osnovana je Komisija za hartije od vrednosti (u SAD-u je to SEC- Securities and Exchange Commission) čiji je upravo osnovni cilj da spreči ovakva dešavanja i zaštiti vlasnike akcija i poverioce.

Slično ovim dešavanjima postojalo je nešto takvo i kod nas 90-ih godina XX veka ali samo u bankarskom sektoru, što je dovelo do nepoverenja kod građana. Novac se čuvao u „slamarici“ jer je to bilo i najracionalnije rešenje u tom periodu a sve iz razloga izolovanosti zemlje od sveta, nerazvijenosti finansijskih tržišta, nepostojanje brokera i dilera, inflacija, itd.

Međutim, nakon promena 2000. god. situacija se popravlja, dolazi do oživljavanja privrede i njenog ubrzanog razvoja.

Imajući u vidu to da je naša zemlja još uvek u procesu tranzicije koja je obeležena stopom rasta društvenog proizvoda i privredne aktivnosti, uz relativno umerenu stopu inflacije, takva situacija traje već duži niz godina. Isto tako pored stope rasta društvenog proizvoda rastu i strana ulaganja kao i devizne rezerve a istovremeno raste i broj nezaposlenih, zaduženost, spoljnotrgovinski deficit. Takođe, došlo je i do promena u samoj strukturi privrede, posebno u bankarskom sektoru, dok se u oblasti energetike, saobraćaja i telekomunikacija promene na bolje odvijaju vrlo usporeno. Međutim, situacija u Srbiji nije ni približno kao u zemljama u okruženju a jedini način da se ta situacija poboljša je privlačenje direktnih investicija na koje mogu uticati različiti faktori kao što su politička nestabilnost, pitanje Kosova ali i odnosi sa susedima, odnosno bivšim Republikama. Kako direktne investicije zavise od napred navedenih faktora isto tako od tih faktora zavisi i samo kretanje cena akcija na Beogradskoj berzi. Isto tako na kretanje Beogradske berze u nešto manjoj meri zavisi i situacija u svetu koja trenutno nije bas povoljna, jer dolazi do rasta cena energenata, što je posledica pada vrednosti dolara (čiji je uticaj bio toliko jak da je držao čitav svetski sistem), velikog porasta broja stanovništva što je prouzrokovano neravnomernim raspoređivanjem hrane, velikog broja siromašnih i niz drugih katastrofa koje pogađaju danas čovečanstvo.

V GLAVA

**PRIVREDNA, DRUŠTVENA I EKONOMSKA
SITUACIJA U SRBIJI**

1. Privredna, društvena i ekonomska situacija u Srbiji

Tokom 2008. i početkom 2009. godine svet je pogodila ekonomska i finansijska kriza, monogi su je tada poredili sa Velikom ekonomskom krizom 1929. godine, ali o identičnosti nije moglo biti ni govora, jer su ipak faktori koji su je izazvali danas umnogome drugačiji. Kao i svaka kriza koja zahvati veliki broj različitih država, logično je da potiče od najmoćnije države sveta (jer ona ima ogroman uticaj na široko okruženje), a danas, još uvek su to SAD. Zapravo, ekonomska i finansijska kriza je počela 2007. godine u SAD, a 2008. god. zahvatila je zemlje EU i Japan kao najveće izvoznike u SAD. Smanjenje društvenog bruto proizvoda u navedenim zemljama ima velikog uticaja na nerazvijene zemlje sveta i one u razvoju, jer upravo su ove svetske sile i najveći korisnici proizvoda koji dolaze iz slabije razvijenih zemalja. Isto tako, veliki broj nerazvijenih zemalja i zemalja u razvoju se kreditira od strane razvijenih zemalja, čime zapravo razvijene zemlje podstiču razvoj i proizvodnju slabije razvijenih zemalja, čime se potpomaže rast i jednih i drugih. Najbolje to pokazuje primer finansiranja srednje i istočne Evrope od strane zapadnog bloka. Kriza se posebno negativno odražava na one zemlje koje imaju deficit platnog bilansa, zatim na one koje imaju državni dug veći od 60% BDP-a kao i na one koje su učestvovala putem investicija na američkom tržištu hipotekarnih kredita.

Dakle, problemi su na tržištu nekretnina u kombinaciji sa drugim faktorima izazvali probleme na Američkom tržištu koji su se preneli i na ostatak sveta. Prateći faktor je bio i pad Američkog indeksa S&P 500 za oko 39% u prethodnoj godini. Početak krize obeležilo je bankrotstvo pojedinih Američkih investicionih banaka, zatim propast finansijskih institucija koje su imale polovinu učešća na hipotekarnom tržištu (koje se meri u trilionima dolara). Da bi se izbegla totalna katastrofa, država je pozajmljivala sredstva pojedinim institucijama, neke su preuzete od strane nekih drugih institucija koje je kriza manje pogodila, nakon svega toga država predlaže usvajanje stimulativnih mera u vrednosti 700 mlrd USD. Uprkos tome, indeks S&P 500 beleži pad od 18,2%, a kamatne stope dostižu najveći nivo u svojoj istoriji. Da bi se smirili nemiri na finansijskim tržištima istog dana svetske banke u značajnoj meri snižavaju kamatne stope. Situacija se za kratko smiruje, ali se nakon toga prelijeva i na industriju, pa je tako Američka autoindustrija bila pred bankrotom (GM, Ford, Chrysler). Da bi to država sanirala i tu je pozajmila određena novčana sredstva kako bi se premostili do početka ove 2009. godine.

Kako je kriza pogodila najrazvijenije zemlje to je prouzrokovalo pad DBP-a i to u više od dva uzastopna kvartala što je teorijski gledano definicija *recesije*.

Sa druge strane međunarodni monetarni fond (MMF) predstavlja instituciju koja treba da bude kreditor svima onima kojima je finansijska pomoć potrebna, pri čemu se opet postavlja pitanje, šta ako se broj zemalja kojima je ta pomoć potrebna poveća, da li će MMF imati dovoljno sredstava, s' obzirom da su sredstva MMF-a limitirana. Takođe produbljivanje krize mogu prouzrokovati i socijalni nemiri (kao što je slučaj u baltičkim zemljama (Letonija, Litvanija, Estonija), Mađarska, Ukrajina i Island), jer dolazi do povlačenja stranih investicija. Do sada su pomoć zatražile Mađarska, Srbija, Ukrajina i Island od evropskih zemalja.

Svetska ekonomska kriza došla je i u Srbiju u drugoj polovini 2008. godine. Srbija je do tada imala rast DBP-a, stopu inflacije u okvirima predviđene i prva zemlja u Evropi čija je vlada usvojila celovit i operativan paket mera kojima će se ublažiti posledice svetske krize tako da je u jednom trenutku bila zemlja sa najstabilnijim tržištem u Evropi i zemlja najpogodnija za sigurne investicije. Naime, operativni paket mera se sastojao od 122 mlrd dinara, koje će biti raspodeljene u vidu kreditne pomoći privredi i stanovništvu. Međutim ta sigurnost na tržištu

nije dugo potrajala, usledio je konstantan porast cena naftnih derivata, porast cena gotovo svih proizvoda na tržištu, prodaja NIS-a Rusima, što je kasnije izazvalo probleme i ogromne gubitke za samu državu. Zatim, pokušaj prodaje RTB „Bor“, a sve više se govori i o prodaji „Telekoma“, što mnogi ne odobravaju, jer se u vreme ekonomske krize ne može dobiti prava vrednost, jer to je kompanija koja ima perspektivu rasta i visokoprofitabilnu budućnost.

Cene nekretnina u Srbiji pale su za samo 5 do 10%, ali su banke gotovo obustavile odobravanje stambenih kredita, tako da je potražnja za stanovima drastično opala. Naravno to je samo jedan od razloga. Drugi razlog je bio i to što se negde početkom maja strahovalo da li će investitori imati dovoljno sredstava da završe započetu gradnju, zbog čega se mnogi ne usuđuju da pristupe kupovini. U septembru situacija je već nešto drugačija, lošija nego ranije. Naime, na više od 70% otvorenih gradilišta u Srbiji, a posebno u Beogradu, usporena je ili potpuno obustavljena gradnja. Investitori čekaju bolja vremena, jer pravog projektnog finansiranja nema, kamatne stope su previsoke. Nema ni sigurnih kupaca, pa graditelji ne žele da rizikuju. Prema podacima Privredne komore Srbije u drugom kvartalu ove godine opala je vrednost izvedenih i ugovorenih građevinskih radova, ali je vrednost radova izvedenih u inostranstvu povećana za 41,7%. Najnoviji podaci Republičkog zavoda za statistiku pokazuju da je građevinska delatnost u Srbiji jedna od onih koje su najteže pogođene ekonomskom krizom. Nepovoljne tendencije evidentirane su i u drugom kvartalu 2009. godine, kada je u odnosu na isti period prethodne godine, vrednost izvedenih građevinskih radova izvođača iz Srbije smanjena za 20,5%. Trenutno, ne postoji zvaničan podatak koliko je gradilišta u Beogradu obustavljeno zbog krize a dokaz tome govore zalihama prebukirane fabrike građevinskih materijala.

Što se tiče spoljnog duga države, prema proceni Svetske banke, nalazimo se na granici, odnosno trenutno zaduženje je oko 25% BDP-a, što u poređenju sa susednom Mađarskom, čije je zaduženje 100% BDP-a, i nije tako veliko. Mnogi smatraju da država ima još prostora za zaduženje, da može da ide do 60% BDP-a.

Industrijska proizvodnja u Srbiji beleži zantan oporavak u junu i u odnosu na maj pri čemu je zabeležila rast od 7,8%. Iako je pomak značajan, prema statističkim podacima za šest meseci ove godine industrijski pad je 17,4% u odnosu na prvu polovinu 2008. godine.

U nastavku ćemo dati tabelarni pregled, osnovnih makroekonomskih pokazatelja (Tabela 5.1), zatim ćemo se pozabaviti kretanjem i projekcijom inflacije, kretanje nezaposlenosti u Srbiji i na kraju ćemo posvetiti pažnju istorijskom razvoju i kretanjima na Beogradskoj berzi.

Osnovni indikatori makroekonomskih kretanja na dan 12.8.2009. godine

Prethodna godina = 100

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Bruto domaći proizvod, tekuće cene, mlrd dinara	762.2	972.9	1,133.0	1,384.3	1,687.8	1,980.2	2,362.8	2.790,9 ¹	2.994,9 ¹
Bruto domaći proizvod, mil. EUR	12,820.9	16,033.7	17,416.4	19,075.0	20,358.0	23,520.6	29,542.7	34.259 ¹	30.863 ¹
Bruto domaći proizvod, per capita, u EUR	1,708.7	2,137.8	2,328.2	2,555.9	2,736.0	3,173.5	4,002.2	4.651 ¹	4.190 ¹
Bruto domaći proizvod, realni rast, u %	5.6	3.9	2.4	8,3	5.6	5,2	6,9	5,4 ²	-2,0 ¹
Cene i troškovi života, stope rasta									I-VI
Potrošačke cene, kraj perioda	-	-	-	-	-	-	11.0	8.6	7.0
Troškovi života, prosek perioda	93.3	16.6	9.9	11.4	16,2	11,7	7.0	13.5	8.9
									I-VI
Deficit tekućih transakcija (bez donacija) ³	977.0	-1,842.7	-1,674.8	-2,688.4	-2,050.0	-3,091.8	4.780,9 ⁴	-6,086.2	-1,054.6
Deficit tekućih transakcija (bez donacija), % BDP	-7.6	-11.5	-9.6	-14.1	-10.1	-13.1	-16.2	-17.8	-
Platni bilans, ukupno ³	559.9	981.1	813.5	360.2	1,627.6	4,316.1	742.1	-1,714.6	640.5
Strane direktne investicije, neto, u mil. EUR	184.0	502.2	1,205.7	776.6	1,244.6	3,492.2	1,820.8	1,812.1	894.0
Ukupni dinarski plasmani banaka	75,187	97,589	141,498	231,866	394,118	521,189	759,261	1,036,175	1,125,037
Plasmani privredi	68,377	77,845	109,047	161,776	255,965	308,197	440,049	631,605	683,940
Plasmani stanovništvu	5,277	16,139	29,333	66,354	131,845	203,285	305,665	381,496	392,233
Vrednost USD u odnosu na dinar	67.67	58.98	54.64	57.94	72.22	59.98	53.73	62.90	66.25
Vrednost EUR u odnosu na dinar	59.71	61.52	68.31	78.89	85.50	79.00	79.24	88.60	93.44
Štednja stanovništva u mil. EUR, kraj perioda	330	813	1,100	1,465	2,275	3,414	5,029	4,881	5,154
Zaposlenost, zarade i penzije									I-VI
Broj zaposlenih, prosek, u 000	2,102	2,067	2,040	2,051	2,069	2,026	2,002	1,999	1.896 ⁵
Aktivno nezaposlena lica, kraj perioda, u 000	-	-	-	-	896	916	785	728	757
Stopa nezaposlenosti, MOR	-	-	-	19.5	21.8	21.6	18.8	14.4	16,4 ⁶
Neto zarade, prosek perioda, u dinarima ⁷	6,078	9,208	11,500	14,108	17,443	21,707	27,759	32,746	30,953
- realne stope rasta	16.5	29.9	13.6	10.1	6.4	11.4	19.5	3.9	2.2
Prosečna penzija, prosek perioda, u din.	4,505	6,134	7,393	8,725	10,568	12,151	13,612	17,660	21,710
- realne stope rasta	17.9	16.8	9.7	5.9	4.2	2.9	4.7	14.3	8.3

Izvor: RZS, NBS, NSZ i RFPIO zaposlenih.

Tabela 5.1

¹ Procena MFIN. ² Procena RZS. ³ Za preračunavanje iz dolara u evre korišćen je prosečan odnos dolara prema evru od 2001. do 2006. godine. Za 2007, 2008. i 2009. godinu podaci NBS. ⁴ Nova metodologija. ⁵ Podaci za 2009. godinu su korigovani na osnovu redovnog polugodišnjeg istraživanja RZS iz marta 2009. godine. ⁶ Prema anketi iz aprila 2009. godine. ⁷ Od 2009. godine nova metodologija obračuna prosečnih zarada.

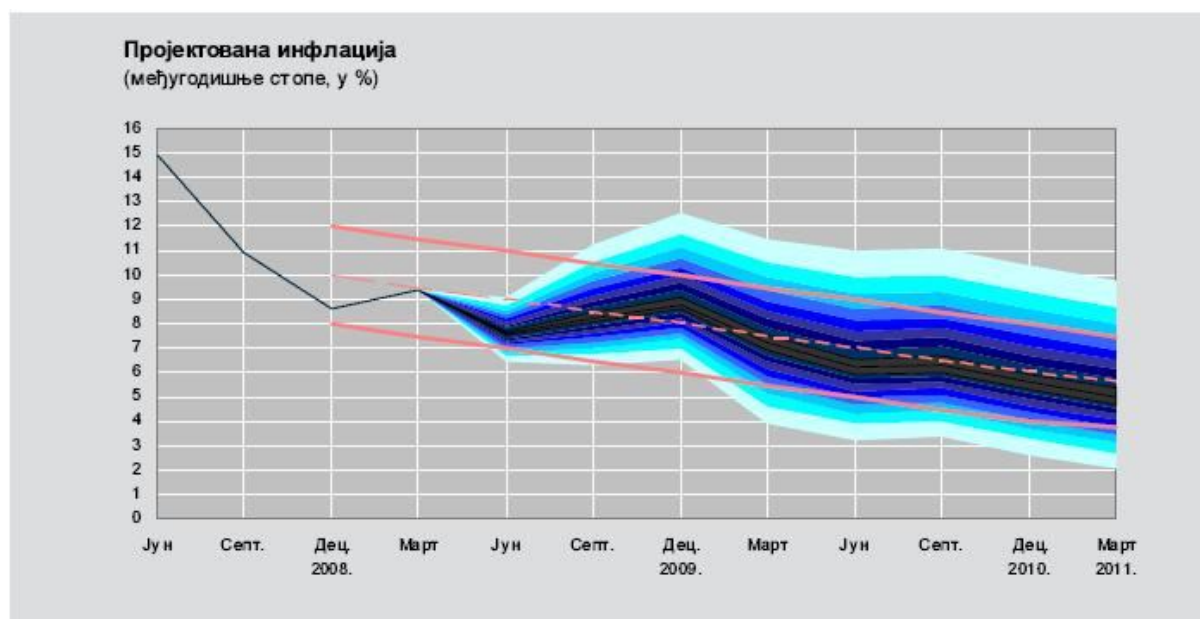
Na osnovu napred date tabele može se videti konstantan rast DBP, zatim smanjenje troškova života u odnosu na 2008. godinu, zatim trenutni suficit u platnom bilansu, s' tim da treba imati u vidu da 2009. godina još nije završena, odnosno nije isključeno da može doći do naglih promena. Negativna dešavanja koja se mogu videti iz tabele su povećana stopa nezaposlenosti i manja prosečna zarada ali treba imati u vidu da od 2009. Godine se koristi nova metodologija obračuna prosečnih zarada.

Republički zavod za statistiku objavio je krajem jula podatke o inflaciji pri čemu su julske cene oborene za 0,2%. Inflacija u Srbiji, merena indeksom cena na malo, dostigla je 9% na godišnjem nivou, a u julu je zabeležen pad cena od 0,2% – saopštio je Zavod za statistiku. Cene robe snižene su u julu za 0,7%, dok su usluge poskupele za 1,3%, pa je međugodišnja inflacija dostigla 9,5%. Poljoprivredni proizvodi bili su jeftiniji za 16,5%, na šta je uticalo sezonsko pomeranje cena povrća, voća i jaja, a dok su industrijski prehrambeni proizvodi skuplji za 0,4%. Piće je poskupelo za 0,2%, a cene duvana su ostale nepromenjene. Troškovi života u Srbiji u julu u proseku su manji za 0,9%, dok su od početka godine povećani za šest procenata, a u odnosu na jul prošle godine za osam odsto.

Prema izveštaju o inflaciji koji je usvojen maja 2009. godine od strane Narodne banke Srbije očekivanja su bila sledeća:

Očekujemo da će već u drugom tromesečju dominantan uticaj imati dezinflatorni faktori, pre svega pad agregatne tražnje i ekonomske aktivnosti. Od regulisanih cena samo će cene naftnih derivata imati znatniji porast. To bi, uz nisku tražnju, sredinom godine trebalo da dovede do usporavanja inflacije i njenog približavanja donjoj granici ciljanog raspona. Devizni kurs se, nakon januarske depresijacije, stabilizovao (bez intervenicija Narodne banke Srbije od kraja februara), a efekti pada vrednosti dinara na inflaciju su se realizovali u najvećoj meri u prva dva meseca. Drastičan pad ekonomske aktivnosti posledica je niske domaće i svetske tražnje, pada kreditne aktivnosti, formiranja lanaca nelikvidnosti i dodatne opterećenosti dužnika depresijacijom dinara. Padu tražnje je doprinela uzdržanost ekonomskih subjekata od potrošnje i investicija zbog visokog stepena neizvesnosti u pogledu trajanja i dubine krize. Mesečno posmatrano, podaci o industrijskoj proizvodnji i izvozu daju nešto optimističniju sliku, pokazujući određeni porast nakon januarskog sunovrata. To bi mogao biti signal oporavka inostrane tražnje, od koje će zavisiti i oporavak naše privrede u narednom periodu. Rastu izvoza, u izvesnoj meri, mogla bi pogodovati depresijacija dinara, koja je najizraženija upravo prema valutama zemalja u koje Srbija najviše izvozi (zemlje evrozone i CEFTA).

Inflacija će se u narednom periodu, najverovatnije, kretati u granicama ciljanog raspona. Centralna projekcija inflacije za kraj 2009. godine iznosi 8,8% (raspon 6,5–12,5%), dok bi u toku 2010. trebalo da se kreće oko centralne vrednosti ciljanog raspona.



Izvor: Izveštaj o inflaciji NBS

Slika br. 5.1

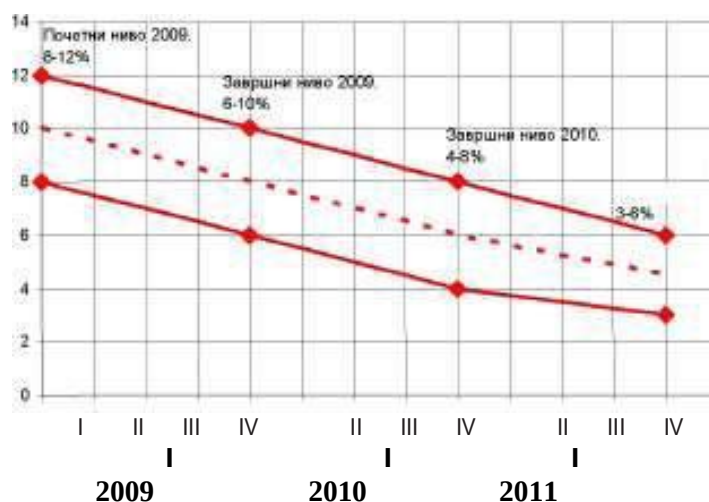
Ovaj tip grafikona (Slika br. 5.1) prikazuje različite verovatnoće ostvarenja projekcije inflacije u narednih osam tromesečja. Centralna projekcija je u najtamnijem delu grafikona i verovatnoća da će pasti u ovaj raspon iznosi 10%. Svaka sledeća nijansa uključuje takođe 10% verovatnoće, tako da ceo raspon obuhvata 90% verovatnoće ostvarenja projekcije. Drugim rečima, verovatnoća da će inflacija u narednih osam tromesečja biti izvan raspona na grafikonu iznosi 10%.

Početak godine obeležile su visoke stope rasta potrošačkih cena⁴⁹. Rast ostvaren u januaru od 2,1% i februaru od 1,2% bio je očekivan kako zbog najavljivanog porasta cena koje su pod direktnom ili indirektnom kontrolom države.

Kretanje inflacije, predviđeno za duži vremenski period i to od 2009. do 2011. god. urađeno na osnovu predviđanja NBS a u cilju održanja stabilnosti cena što je i primarni zadatak NBS, prikazano je na slici br. 5.2. Dakle, monetarni odbor utvrđuje *ciljani raspon ukupne inflacije (sa centralnom vrednošću), merene godišnjom procentualnom promenom indeksa potrošačkih cena*, za period od 2009. do 2011. godine, na sledeći način:

- početni nivo 2009. godine: 8-12% sa centralnom vrednošću od 10%,
- završni nivo 2009. godine: 6-10% sa centralnom vrednošću od 8%,
- završni nivo 2010. godine: 4-8% sa centralnom vrednošću od 6%, i
- završni nivo 2011. godine: 3-6% sa centralnom vrednošću od 4,5%.

⁴⁹ Indeks potrošačkih cena predstavlja poseban indeks maloprodajnih cena i obračunava se po metodologiji usklađenoj sa preporukama za obračun indeksa cena na malo u Evropskoj uniji. Indeks potrošačkih cena se definiše kao mera prosečne promene maloprodajnih cena robe i usluga koje se koriste za ličnu potrošnju.



Slika br. 5.2 - Ciljani raspon ukupne inflacije merene indeksom potrošačkih cena, za period od 2009. do 2011. godine; Izvor: Memorandum Narodne banke Srbije o utvrđivanju ciljane stope inflacije za period od 2009. do 2011. godine, usvojen na sednici Monetarnog odbora NBS 22. decembra 2008. godine.

Nezaposlenost u Srbiji, prema nezvaničnim podacima, od oktobra 2008. do aprila ove godine povećana je sa 14 na 15,6 %. Krajem maja ove godine bilo je 767.547 nezaposlenih, što je za 5.000 više nego u aprilu, ali taj broj nije u potpunosti posledica ekonomske krize, već brojni faktori koji su mogući u procesu tranzicije. Prilikom poređenja sa majom prošle godine broj nezaposlenih je smanjen za 6.000. Poslodavci su čak u tom periodu pokušavali da zadrže broj zaposlenih, uprkos opadanju narudžbina i proizvodnje, a sa druge strane zabranjeno je i zapošljavanje u državnoj administraciji, što takođe utiče na smanjenje zaposlenosti u Srbiji.

VI GLAVA

BEOGRADSKA BERZA, POČETAK RADA, USPONI I PADOVI

1. Razvoj, delatnost i međunarodna saradnja Beogradske berze

1.1. Istorijat

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, a nekoliko godina kasnije, 21. novembra 1894. godine, održana je Osnivačka skupština Beogradske berze, izabrana je stalna uprava i berzanski posrednici. Cilj osnivanja Berze bilo je unapređenje, olakšanje i regulisanje trgovinskog prometa. 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.

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 važno pravilo da «ako 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.

Tako, 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. 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 tadašnje Vlade Srbije. Mnogi poznati trgovci, bankari, časnici i članovi Berze nestali su tokom rata, ili su nakon rata osuđeni 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. Ipak, značajniji pomak u trgovanju na Berzi ostvaren je tek 2000. godine, kada su u sekundarno trgovanje uključene akcije iz prethodnih



Slika br. 6.1. – Konferencijska sala

postupaka privatizacije, a trgovanje se još intenzivnije nastavlja od 2001. godine.

Tokom 2003. i 2004. godine urađena su značajna unapređenja 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 unapređenje 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 unapređenje saradnje sa izdavaocima hartija od vrednosti, što je u aprilu 2007. godine dovelo i do prvog listiranja akcija.

1.2. Delatnost

Akcionarsko društvo, Beogradska berza je pravno lice sa pravima, obavezama i odgovornostima utvrđenim **Zakonom o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata**.

Beogradska berza obavlja delatnost organizovanja trgovine hartijama od vrednosti i finansijskim derivatima na berzanskom i vanberzanskom tržištu, koja obuhvata sledeće poslove:

1. organizovanje javne ponude hartija od vrednosti i povezivanja ponude i tražnje hartija od vrednosti;
2. objavljivanje informacija o ponudi, tražnji i tržišnoj ceni hartija od vrednosti i drugih podataka značajnih za trgovinu hartijama od vrednosti;
3. utvrđivanje i objavljivanje kursnih lista hartija od vrednosti;
4. obavljanje drugih poslova u skladu sa Zakonom.

Odredbе o delatnosti Berze odnose se i na poslovanje finansijskim derivatima.

Berza može da obavlja i druge delatnosti koje služe delatnosti Berze, koje se uobičajeno obavljaju uz osnovnu delatnost Berze (edukacija, izdavanje publikacija, časopisa i knjiga), kao i da vrši plasman informacija i publikacija u zemlji i inostranstvu.

Berza organizuje trgovanje javnom ponudom, a predmet javne ponude mogu biti hartije od vrednosti, standardizovani finansijski derivati i drugi finansijski instrumenti kojima se u skladu sa Zakonom i aktom Komisije za hartije od vrednosti može trgovati na berzanskom i vanberzanskom tržištu. Berza ne može trgovati hartijama od vrednosti, niti davati savete koji se odnose na kupovinu i prodaju hartija od vrednosti, kao ni savete o izboru brokersko - dilerskog društva ili ovlašćene banke, ne može obavljati poslove koji su određeni kao delatnosti brokersko-dilerskog društva, niti druge poslove, osim gore navedenih poslova.

O promeni pretežne delatnosti Društva odluku donosi Skupština Društva, a o promeni ostalih delatnosti odluku donosi Upravni odbor Društva.

1.3. Godišnji izveštaj

Na Beogradskoj berzi je u 2008. godini ukupno ostvaren promet u vrednosti od 71,8 milijardi dinara, odnosno nešto više od 882 miliona evra, što predstavlja smanjenje prometa od 56,4% u odnosu na prethodnu godinu. Kao i prethodnih godina, trgovalo se akcijama preduzeća i obveznicama Republike Srbije, uz dominantno učešće prometa akcijama.

Pad likvidnosti u trgovanju ilustruje i ukupan broj ostvarenih transakcija, koje su na najnižem nivou od kako je na Beogradskoj berzi uvedeno elektronsko trgovanje. Ukupan broj realizovanih transakcija tokom 2008. godine je iznosio 119.001, što je pad od preko 60%, ili čak 182 hiljade transakcija manje nego rekordne 2007. godine. Ukoliko se posmatra kretanje mesečnih vrednosti prometa i broja transakcija, može se zaključiti da se produbljivanje svetske finansijske krize na domaćem tržištu kapitala projektovalo kroz smanjenje zainteresovanosti za trgovanje, jer je upravo u drugoj polovini 2008. godine došlo do značajnijeg smanjenja obima prometa i transakcija.

Modernizacija, postavljanje savremenih, standardnih i bezbednih uslova poslovanja koji unapređuju oblasti zaštite investitora, korporativnog upravljanja, transparentnosti u otkrivanja fer cene, kao i prosleđivanje informacija krajnjim klijentima, predstavljali su osnov planiranih, ali i realizovanih zadataka Berze. U tom pogledu uspešno je završena implementacija sistema BELEXFIX i započeta druga faza njegovog razvoja, izvršene su odgovarajuće promene normativnog regulisanja procedura i pravila poslovanja Berze, kao i aktivnosti na promociji Berze i kompanija čijim se akcijama trguje na berzanskom tržištu. Finansijski plan Beogradske berze nije ostvaren u zadatim veličinama, pre svega zbog opštih uslova poslovanja.

1.4. Akcionari

U skladu sa Zakonom o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata, ne postoje ograničenja u pogledu lica koja mogu biti akcionari berze, te u tom smislu akcionari berze mogu biti Republika Srbija, kao i strana i domaća pravna ili fizička lica.

Zakonom je utvrđeno da je svako lice koje namerava da stekne kvalifikovano učešće u kapitalu Berze, odnosno, akcije sa pravom glasa tako da njegovo učešće dostigne, pređe ili padne ispod 5%, 10%, 15%, 20%, 33% ili 50% od ukupnog broja glasova u Skupštini berze, dužno da pribavi prethodnu saglasnost Komisije za hartije od vrednosti. Ako kvalifikovano učešće stiče banka ili osiguravajuće društvo neophodna je i prethodna saglasnost Narodne banke Srbije. Sticanje akcija suprotno navedenim ograničenjima ima za posledicu gubitak prava glasa po osnovu tako stečenih akcija. Akcionarsku strukturu Beogradske berze čine, pored Republike Srbije, brokersko dilerska društva, banke, osiguravajuća društva i pravna lica za proizvodnju i promet roba. Akcijski kapital Berze čini 4.160 običnih akcija sa pravom glasa.

Beogradska berza organizovana je kao zatvoreno akcionarsko društvo sa ograničenjem u prenosu akcija utvrđenim Ugovorom o organizovanju Beogradske berze a.d. Beograd radi usklađivanja sa Zakonom o privrednim društvima koji predstavlja njen osnivački akt. Akcionari mogu svoje akcije prodavati slobodno samo Berzi. O ponudi za prodaju akcija ili sticanju sopstvenih akcija odlučuje Skupština Berze. U sekundarnom prometu akcija Berze, akcionari mogu sticati akcije uz poštovanje prava preče kupovine Berze, a treća lica uz

poštovanje prava preče kupovine Berze i akcionara Berze. Osnivačkim aktom Berze utvrđene su procedure sekundarnog prometa akcijama u skladu sa pomenutim ograničenjima.

Podaci o akcionarima Berze upisani su u registar privrednih subjekata kod Agencije za privredne registre RS.

1.5. Međunarodna saradnja

Međunarodnoj saradnji kao oblasti čiji značaj usled procesa rekonsolidacije i integracije na globalnom nivou raste, Beogradska berza pridaje posebnu pažnju. Imajući u vidu činjenicu da se za investitore, kako institucionalne, tako i individualne, granice pojedinačnih tržišta brišu, raste potreba za dostizanjem i održanjem konkurentne pozicije Berze na globalnom planu.

Aktivnosti Beogradske berze na polju međunarodne saradnje imaju dvosmerni karakter. U cilju uvećanja prisutnosti i prepoznatljivosti u međunarodnim okvirima, ulažu se značajni naponi ka unapređenju prepoznatljivog imidža Berze, kao jedinstvenog korporativnog brenda koji odlikuje profesionalni identitet izgrađen na svetskim standardima u oblasti berzanskog poslovanja. Istovremeno, Beogradska berza, u cilju unapređenja performansi i kvaliteta poslovnih procesa, značajnu pažnju poklanja usvajanju i primeni najboljih svetskih rešenja u oblasti berzanske industrije.

Beogradska berza, u ulozi člana, aktivno učestvuje u nizu regionalnih i međunarodnih projekata i programa, usmerenih ka unapređenju kvaliteta tržišta kapitala. Aktivno prisustvo u vodećim međunarodnim asocijacijama potvrđuje kvalitet, kako organizacionih, tako i pravnih standarda na kojima su zasnovane poslovne aktivnosti Berze. Beogradska berza je:

- punopravan član Federacije evro-azijskih berzi (FEAS)
- dopisni član Federacije evropskih berzi (FESE)
- dopisni član Federacije svetskih berzi (WFE)

Regionalna saradnja bazirana je na bilateralnim ugovorima o saradnji i zajedničkim projektima sa regionalnim berzama, od kojih je, svakako, najznačajniji Memorandum o partnerstvu sa berzama Jugoistočne Evrope – Ljubljanskom, Zagrebačkom, Banjalučkom, Sarajevskom, Montenegro, NEX Montenegro i berzom u Skoplju.

Značajna pažnja pridaje se i saradnji sa predstavnicima medijskih servisa iz regiona i šireg okruženja, koji iskazuju rastuće interesovanje za dešavanja na Beogradskoj berzi. Uspostavljene su redovne linije komunikacije putem distribucije izveštaja, obaveštenja i vesti. Istovremeno, predstavnici stranih medija iskazuju i povećano interesovanje za poslovanje srpskog tržišta kapitala u celini, kao i pojedinačnih investicionih, konsultantskih i analitičkih kompanija koje na sistematičan način prate i analiziraju dnevne promene cena, prometa, indeksa, kapitalizacije i drugih parametara koji odražavaju karakteristike jednog tržišta.

2. Aktuelna kretanja na Beogradskoj berzi

U vezi sa Beogradskom berzom treba istaći i to da je prošle godine bilo reči o kupovini Beogradske berze od strane Bečke berze, koja je zapravo bila zainteresovana da otkupi sve berze sa prostora bivše Jugoslavije, a pre svih, Zagrebačku i Beogradsku. Naime, Bečka berza je prošle godine preuzela Budimpeštansku, Prašku i Ljubljansku. Međutim, situacija je sada izuzetno nepovoljna za Srbiju, jer je obim transakcija na Beogradskoj berzi negde u februaru 2009. god. bio minimalan, a odložena je i privatizacija velikih državnih kompanija, čije su akcije trebale da se nađu na berzi, i aktuelna globalna kriza, negativno utiču na cenu Beogradske berze.

Srpsko tržište kapitala završilo je 2008. godinu sa nikada jeftinijim akcijama i indeksima i prometom u velikom padu. Naime, indeks beleks 15 godinu je počeo na 2.289,35 poena, a zaključio na tek nešto više od 500 poena. Beleks lajn je startovao sa 3.803,84 poena, a završio sa oko 1.100. Gledano u procentima, indeks najlikvidnijih akcija izgubio je 80, a opšti 70 %. Oba indeksa u 2008. godini su bila najjača početkom februara, a najslabija krajem decembra. Poslednjih godinu dana strani investitori se definitivno povlače sa Beogradske berze. Njihovo učešće u trgovini se tokom februara ove godine spustilo na najniži nivo za godinu dana i iznosi manje od 15 %. U aprilu prošle godine, stranci su u ukupnoj trgovini na beogradskom tržištu kapitala učestvovali sa 78 procenata. Strani investitori nisu pokazali veće interesovanje ni za ulazak u nove pozicije jer su, većinom, napuštali tržišta visokog rizika uz koncentraciju likvidnosti na domicilnim. To se naročito odnosi na strane investitore iz regiona koji su dominantni na Beogradskoj berzi. Stručnjaci tvrde da je bilo očekivano smanjenje njihovih pozicija u Srbiji kako bi viškove raspoloživih sredstava plasirali na sopstvenim tržištima. Domaći investitori nisu mogli da zamene strance. Naročito u domenu dobrovoljnih penzionih i investicionih fondova, jer se početak njihovog rada gotovo poklopio sa početkom globalne finansijske krize tako da nisu stigli da akumuliraju dovoljna sredstva.

Posledica ovakvog stanja je da je učešće stranih investitora u prodaji raslo, a u kupovini opadalo, što je bio znak povlačenja stranih investitora i pojačanje efekata krize. Naime, u trgovini akcijama udeo stranih ulagača u kupovini je prošle godine bio bezmalo 52 odsto naspram 53.57 u 2007. godini. Učešće u prodaji je, međutim, poraslo za petinu - na više od 48 procenata. Taj trend se nastavio i u prva dva meseca ove 2009. godine.

Od početka 2009. god. u Srbiju je pristiglo oko 900 miliona evra direktnih stranih investicija. Vrednost ino-ulaganja je u skladu sa očekivanjima u okolnostima ekonomske krize. Tako da u narednom periodu, razvoj Srbije zavisiće od vrednosti stranih investicija, tako da država mora da učini sve kako bi obezbedila da ino-ulagači što brže prođu put od ideje da investiraju u Srbiju, do realizacije te namere. Takođe treba imati uvidu da je za investitora vrlo važno stabilno političko i ekonomsko okruženje, izvesnost u poslovanju, ali i jednostavne procedure za otpočinjanje proizvodnje i rad. Ipak, privredni ambijent u Srbiji i dalje nije dovoljno konkurentan, tako da su veća strana ulaganja od nas privukli Bugari, Rumuni i Hrvati, ali smo i ispred Bosne i Hercegovine i Makedonije. Kao što se može i primetiti u prethodnim godinama u Srbiju najviše je investirano u oblastima bankarstva, telekomunikacija i nekretnina, odnosno u uslužne delatnosti, dok se sada u poslednjem periodu pokušavaju privući one koji žele da proizvode, jer Srbija mora da bude izvozno orijentisana zemlja, a uslužne delatnosti, ma koliko profitabilne, ne prave robu za izvoz. Isto tako, Srbija bi trebala da teži da privuče investitore iz Severne Amerike, Japana, Kine, Indije,

ali glavni problem je informisanje, odnosno takvi investitori nemaju nikakve informacije o mogućnostima investiranja u zemlji. Jedan drugi problem koji u velikoj meri muči investitore jeste dobijanje dozvole za gradnju. U Srbiji ovaj proces je izuzetno dug, pa je i po analizama Svetske banke, Srbija, u tom pogledu, bila gotovo na poslednjem mestu svetske rang-liste. Stručnjaci Svetske banke izračunali su, naime, da je od ideje da se investira u Srbiju do konačne realizacije potreban 271 dan, odnosno čak devet meseci, što je u odnosu na konkurentne države u okruženju izuzetno dug period. Novi Zakon o uređenju prostora i izgradnji koji je donet, a koji bi trebalo značajno da pojednostavi proceduru izdavanja dozvola, kao i broj prostornih i urbanističkih planova koje opština mora da donese, uvede nove kaznene mere za lokalne samouprave koje ne izdaju dozvole i planove u roku, što će sigurno značajno uticati na poboljšanje konkurentnosti zemlje.

Tek negde u aprilu ove godine stanje na berzi se polako popravlja, da bi u maju indeksi dostigli svoj puni rast kojim pokrivaju ovogodišnje padove. Jačanje berzanskih indeksa se nastavlja i u junu. Naime, u ranijem periodu Bruto društveni proizvod pao je za nekoliko procenata, a finansijsko tržište za 90 odsto, zato se cena akcija svela na svega 10 odsto vrednosti iz 2008. godine dok se sada problemi mnogo bolje vide i moguće je jasno uočiti koji su potencijali kompanija i kakve će rezultate ostvariti u toku ove godine. To je u mnogome olakšalo planiranje i procene ulagača. Indeks BELEKS15 (pokazatelj kretanja



Slika br. 6.2

cena akcija 15 najlikvidnijih kompanija), prema izveštaju Berze, u u junu beleži prosečan dnevni rast od dva odsto i trenutno iznosi 631,65 indeksnih poena. Poređenja radi, vrednost tog indeksa 5. maja bila je 468,42 indeksnih poena.

Nakon blagog porasta u junu sledio je pad u narednom mesecu. Naime, kriza na Beogradskoj berzi se manifestuje kroz krizu poverenja i likvidnosti i zbog toga je obezvređena vrednost domaćih kompanija, tako da je ukupna tržišna vrednost akcija kompanija pala na 1,2 milijarde evra. Razlog svemu tome je, što je Beogradska berza bila je snažno pogođena svetskom finansijskom krizom više nego druge berze u regionu, jer je bila zasnovana na prisustvu stranih investitora. Učešće stranih investitora u ukupnoj trgovini na Beogradskoj berzi u junu je bilo tek nešto veće od 25 odsto – gotovo devet odsto manje nego u maju. Dakle, u maju svaki treći učesnik u trgovini bio je stranac – učešće ulagača iz inostranstva u tom segmentu bilo je 33 odsto, prema maksimalnih 79 odsto u aprilu i minimalnih 18 odsto u februaru. Isto tako, u trgovini akcijama stranci su u junu bili aktivniji u kupovini nego u prodaji – njihovo učešće u kupovini bilo je 41, a u prodaji 25 odsto. U julu se pad nastavlja, pa je tako julski promet na Beogradskoj berzi bio je najniži od početka godine. Trgovano je ukupno za 1,17 milijardi dinara, odnosno 12,53 miliona evra, čime je nastavljen trend pada vrednosti prometa iz prethodnih meseci. U avgustu se trend nastavio silaznom putanjom pa su indeksi akcija Beogradske berze treću avgustovsku nedelju počeli su velikim minusom – Beleks 15 je pao 2,71 odsto, na 627,61 poen, a opšti Beleks lajn 1,67 odsto, na 1.241,21 poen. Iako mali obimi trgovanja, ipak akcije "Metalaca" iz Gornjeg Milanovca su bile među traženijim na Berzi. Tim akcijama se poslednjeg radnog dana druge nedelje avgusta trgovalo sa vrednošću nešto iznad 2.000 dinara, što je najviša postignuta cena od početka godine.

VII GLAVA

BERZANSKI INDEKSI

10 NAJLIKVIDNIJIH AKCIJA NA BEOGRADSKOJ BERZI

1. Berzanski indeksi

Berzanski indeksi akcija su vrlo značajni indikatori za *dnevno* sagledavanje agregatnog i ponderisanog kretanja cena akcija. Promene berzanskih indeksa prate se sa velikom pažnjom i publikuju u dnevnoj štampi i na televiziji.

Ciljevi berzanskih indeksa su sledeći. Prvo, oni pokazuju opšte stanje na tržištu kapitala. Drugo, berzanski indeksi koriste se kao reperi da bi se sagledalo kretanje neke konkretne akcije ili nekog portfolija akcija. Treće, berzanski indeksi pomažu proučavanju tržišnih ciklusa, trendova i ponašanja u cilju prognoze budućeg ponašanja tržišta.⁵⁰

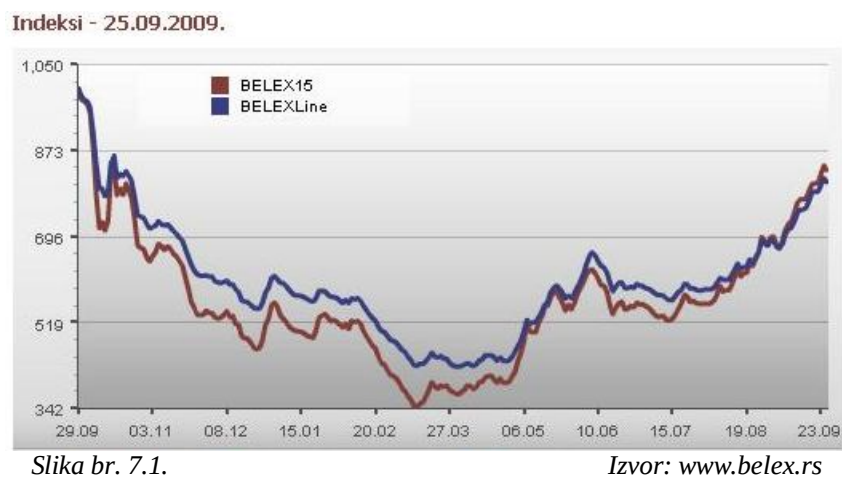
Indeksi Beogradske berze formirani su u cilju unapređanja procesa informisanja investicione javnosti, kao i želje da se poboljša transparentnost i uporedivost podataka na tržištu.

U ovom trenutku Beogradska berza proizvodi dva indeksa:

- BELEX15 – pozicioniran kao vodeći indeks Beogradske berze, opisuje kretanja cena najlikvidnijih srpskih akcija i računa se u realnom vremenu
- BELEXline – opšti, osnovni “benchmark” indeks Beogradske berze, čija se vrednost računa na kraju trgovačkog dana

Indeksi Beogradske berze ponderisani su tržišnom kapitalizacijom i mogu služiti kao podloga (underlying) za kreiranje strukturiranih proizvoda i derivata na domaćem i inostranom tržištu.

U nastavku teksta dat je grafički prikaz uporednog kretanja berzanskih indeksa na Beogradskoj berzi za vremenski period od godinu dana.



Porast vrednosti beogradskih indeksa u avgustu mesecu nadmašio je sva očekivanja. Uzletu indeksa Belex 15 za 24,65% i povećanju vrednosti indeksa Belex Line-a za 17,19%, pri nešto skromnijim prometima, najviše su doprinele akcije kompanija koje pripadaju finansijskom sektoru, kao i akcije Energoprojekta, Metalca i dr.

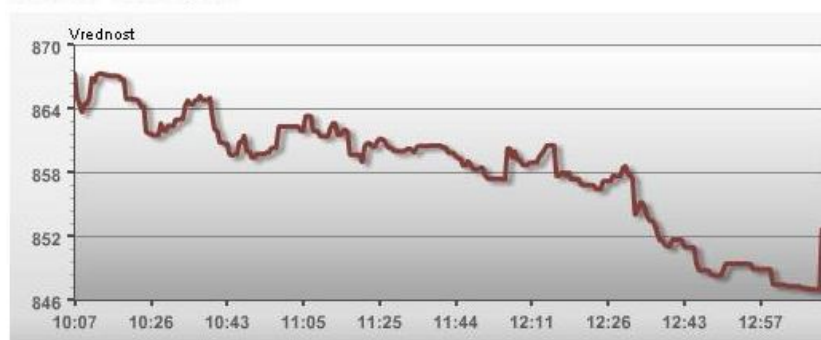
Na značajan broj informacija koji upućuje na oporavak najjačih svetskih ekonomija nije ostalo imuno ni domaće tržište kapitala. Tradicionalno, na pozitivne vesti beogradski indeksi reaguju sa zakašnjenjem, dok su loše najave umele da vrše njihovu promptnu korekciju.

⁵⁰ Ćirović M., „Finansijska tržišta“, Beograd 2007. god., str. 129.

Tokom jula i avgusta meseca strana tržišta pokrenuta su, prvenstveno boljim od očekivanih, kvartalnim rezultatima kompanija. 73% kompanija u sastavu indeksa S&P 500 nadmašilo je očekivanja. Predviđani pad profita u odnosu na isti period prethodne godine bio je 36%, dok se nakon objave finansijskih izveštaja pokazalo da smanjenje profita iznosi 27,3%. Osim toga stopa nezaposlenosti u Sjedinjenim Američkim Državama u julu mesecu iznosila je 9,4%, dok je očekivana vrednost bila 9,6% u poredjenju sa 9,5% koliko je iznosila u junu mesecu tekuće godine. Lična potrošnja se postepeno povećava a takođe i prodaja novih kuća.

Prikaz br. 7.2. pokazuje individualno kretanje Indeksa Belex 15 na dan 25.09.2009.god gde se mogu uočiti intenzivne oscilacije u toku dana, pri čemu se radni dan završio naglim porastom vrednosti.

BELEX15 - 25.09.2009.



Slika br. 7.2.

Izvor: www.belex.rs

Ovi i mnogi drugi pokazatelji govore u prilog činjenici da se recesija bliži kraju. Najava daljeg privrednog oporavka reflektuje se kroz vrednosti berzanskih indeksa koji su isrcitali dugoročni nelinearni rastući trend. Slično krizi iz 2000. godine, biće potrebno nekoliko godina da povrate pređašnje nivoe.

Treba napomenuti i to da korpa Indeksa Belex 15 obuhvata petnaest najlikvidnijih akcija. U ovom poglavlju od tih 15 ćemo izdvojiti deset najlikvidnijih i posmatrati ih za period od šest meseci unazad, tačnije od marta do 25. Septembra, pri čemu sledi Slika br. 7.3.

Sastav indeksne korpe na datum poslednje revizije 31.08.2009.

Izdavalac	Simbol	Količina	FFc	Procentat
AIK banka a.d. , Niš	AIKB	8.345.904	79,66%	20,00%
Komercijalna banka a.d. , Beograd	KMBN	870.931	32,40%	17,35%
Energoprojekt holding a.d. , Beograd	ENHL	9.467.810	100,00%	15,20%
Univerzal banka a.d. , Beograd	UNBN	567.481	100,00%	8,13%
Agrobanka a.d. , Beograd	AGBN	718.748	79,93%	7,85%
Soja protein a.d. , Bečej	SJPT	7.621.304	37,06%	6,03%
Imlek a.d. , Beograd	IMLK	9.101.953	19,80%	5,10%
Metalac a.d. , Gornji Milanovac	MTLC	1.020.000	87,41%	3,76%
Metals banka a.d. , Novi Sad	MTBN	1.027.849	28,02%	3,65%
Tigar a.d. , Pirot	TIGR	1.718.460	100,00%	2,97%
Privredna banka a.d. , Beograd	PRBN	2.492.828	80,59%	2,86%
Bambi Banat a.d. , Beograd	BMBI	393.316	36,28%	2,76%
Alfa plam a.d. , Vranje	ALFA	174.812	66,66%	1,64%
Telefonija a.d. , Beograd	TLFN	579.195	73,07%	1,52%
Veterinarski zavod Subotica a.d. , Subotica	VZAS	2.260.196	48,70%	1,18%

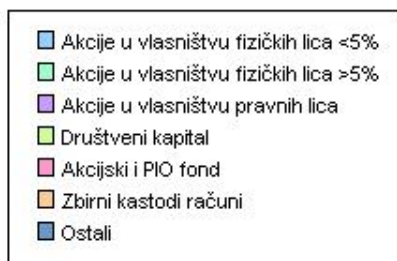
Slika br. 7.3.

Izvor: www.belex.rs

Pošto će u nastavku biti reči o vlasničkoj strukturi za svaku kompaniju ponaosob, od posebnog je značaja prikazati vlasničku strukturu svih kompanija koje su registrovane u Centralnom registru hartija od vrednosti. Dakle, sledi statistički prikaz registrovanih preduzeća u vidu zbirnog prikaza.

Statistički prikaz vlasništva registrovanih preduzeća - Zbirni pregled

Ukupan broj akcija		Broj akcionara		Ukupan kapital			
696,976,269		900,391		506,422,490,408.08			
Broj akcionara sa učešćem u kapitalu							
0-5%	5-10%	10-25%	25-33%	33-50%	50-66%	66-75%	75-100%
895,756	1,088	1,441	298	263	296	782	467
Struktura vlasništva							
Akcije u vlasništvu fizičkih lica <5%	Akcije u vlasništvu fizičkih lica >5%	Akcije u vlasništvu pravnih lica	Društveni kapital	Akcijski i PIO fond	Zbirni kastodi računi	Ostali	
14 %	6 %	49 %	2 %	6 %	2 %	21 %	



Slika br. 7.4.

Izvor: www.crhov.co.yu

Na osnovu slike može se videti ukupna vrednost kapitala, broj akcionara, kao i broj ukupno izdatih akcija. Zatim, da najveće učešće u kapitalu imaju akcionari u rasponu 0-5%, čak njih oko 896.000, dok u rasponu od 75-100% samo njih 467. Dalje, da najveće učešće imaju pravna lica i to 49%, da Akcijski i PIO fondovi imaju učešće od 6%, društveni kapital 2%, i td.

2. Deset najlikvidnijih akcija na Beogradskoj berzi

2.1. „AIK Banka“

2.1.1. O banci

AIK Banka A.D. Niš je nezavisna srpska banka, savremenog tipa, koja posluje više od 25 godina. Osnovana je 1976. godine kao interna banka Agroindustrijskog kombinata Niš. Kao štedno-kreditna i zajednička finansijska organizacija, AIK Banka je kreirala poslovni ugled jake dilersko-brokerske kuće. 10. avgusta 1993. godine AIK Banka dobija licencu Narodne banke Jugoslavije (NBj) i počinje sa radom kao banka. Prilagođavajući organizaciju novom Zakonu o bankama i finansijskim organizacijama, 27. juna 1995. godine AIK Banka je registrovana kao akcionarsko društvo za obavljanje klasičnih bankarskih poslova: depoziti, krediti, diskontni poslovi, emisioni poslovi, depo i garancijski poslovi, platni promet sa inostranstvom. Uprkos izuzetno teškim uslovima poslovanja većine privrednih subjekata, proisteklih iz političke i ekonomske krize, ekonomske blokade, ratnog okruženja i bombardovanja SRJ, AIK Banka je na tržištu ostvarila poziciju solventne, likvidne banke, banke čistog bilansa koja ispunjava sve svoje obaveze prema partnerima i prema državi blagovremeno.

Za prethodne dve godine, zahvaljujući kapacitetima svog kapitala, likvidnom, solventnom i rentabilnom poslovanju, banka je dospela na veoma visoku poziciju u srpskom i crnogorskom bankarskom poslovanju. U prilog tome govori i nagrada za najbolju banku u Srbiji i Crnoj Gori po snazi kapitala u 2003. godini.

I u 2004. godini poslovni rezultati svrstavaju AIK Banku kao prvu među najboljima:

- Prvu po snazi kapitala
- Prvu po ostvarenoj dobiti

AIK Banka je registrovana i za obavljanje parabankarskih poslova: finansijskog konsaltinga, menadžmenta i inženjeringa.⁵¹

2.1.2. Analiza fundamentalnih pokazatelja, vlasničke strukture i tehničke analize

Za izračunavanje tržišnih koeficijenata koriste se podaci iz Bilansa stanja i Bilansa uspeha kao i podaci koji su dati u Berzanskom prospektu koji je dostupan širokoj javnosti na sajtu Beogradske berze. Tabela br. 7.1. Prvi koeficijent u tabeli je tržišna kapitalizacija koja se računa kao proizvod broja emitovanih akcija i cene akcije na berzi. Dakle, predstavlja ukupnu tržišnu vrednost svih izdatih akcija kompanije, odnosno pokazuje koliko tržište vrednuje kompaniju. Ovaj pokazatelj menja se svakog dana kao i cena akcija. Konkretno za ovu akciju „Aik Banke“ iznosi 26.272.905.792. Sledeći pokazatelj je zarada po akciji, koji zapravo govori o tome koliko je kompanija profitabilna i iznosi 569.86. Zatim, cenovni multiplikator i

⁵¹ Izvor: www.aikbanka.co.yu – zvanični sajt Aik Banke

računa se kao odnos tržišne cene po akciji i zarade po akciji (EPS) a pokazuje koliko su investitori spremni da plate na jedan dinar (euro, dolar) zarade. U ovom primeru iznosi 5.52 što znači da je investitor spreman da plati RSD5.52 na RSD1 zarade koji kompanija ostvari. Zatim sledi P/B ratio koji predstavlja odnos tržišne cene i knjigovodstvene vrednosti akcije. Nizak P/B ratio može značiti da je akcija podcenjena, što nije problem u ovom slučaju jer to je samo realan odnos kretanja trenutno na našem tržištu. Pretposlednji pokazatelj ROA računa se kao odnos neto profita i akcionarskog kapitala a predstavlja prinos na kapital, odnosno prinos od uloženog sopstvenog kapitala. U ovom primeru iznosi oko 16% što pokazuje koliko je kompanija ostvarila profita u poslednja četiri kvartala u odnosu na uloženi kapital akcionara.

Tržišni koeficijenti	
	2008
Tržišna kapitalizacija=Broj akcija x cena na berzi	26.272.905.792
EPS=Neto profit/Prosečan broj akcija	569.86
PE=Trenutna cena/EPS	5.52
PB=Tržišna cena/knjigovodstvena cena	0.84
ROE=Dobit/kapital	16.09

Tabela br. 7.1.⁵²

Što se tiče vlasničke strukture „Aik Banke“, fizička lica čine 6%, privatna lica čine 80%, dok u okviru tog učešća Republički fond za PIO čini 0.01% a Fond za razvoj Republike Srbije čini 0.04% što predstavlja i neznatno učešće u ovoj banci.

Emitent: **AIK BANKA A.D. NIŠ - 06876366**
Aktivni ISIN-i (CFI): **RSAIKBE15363 (EFNXXNR)** | **RSAIKBE36633 (EPNXQR)** | **RSAIKBE79302 (ESVUFR)**

Tip lica	Broj akcija	% od ukupne emisije
Akcije u vlasništvu fizičkih lica	514,285	6.16212
Akcije u vlasništvu pravnih lica	6,797,000	81.44115
Društveni kapital	0	0.00000
Zbirni (kastodi) račun	1,034,619	12.39673
Konzorcijum	0	0.00000
Ukupno:	8,345,904	100

Aksijski kapital iskazan na nivou emitenta

- Vlasništvo fizičkih lica - 6.05028%
- Vlasništvo pravnih lica - 80.48944%
- Zbirni (Kastodi) račun - 13.46027%



Slika br. 7.5.

Izvor: www.crhov.co.yu

Aik Banka spada u red kompanija čijim akcijama se najviše trguje na Beogradskoj berzi. Kretanje na dan 25.09. iako je obeleženo brojnim oscilacijama zabeležen je porast od 0,87%. Dnevni podaci za 25. septembar dati su u narednoj tabeli iz koje se može videti da je cena tog dana bila 3.148 dinara, dok je na otvaranju bila 3.120 dinara a najviša postignuta cena tog dana 3.199 dinara.

⁵² Pokazatelji su rađeni prema bilansima iz 2008.god.

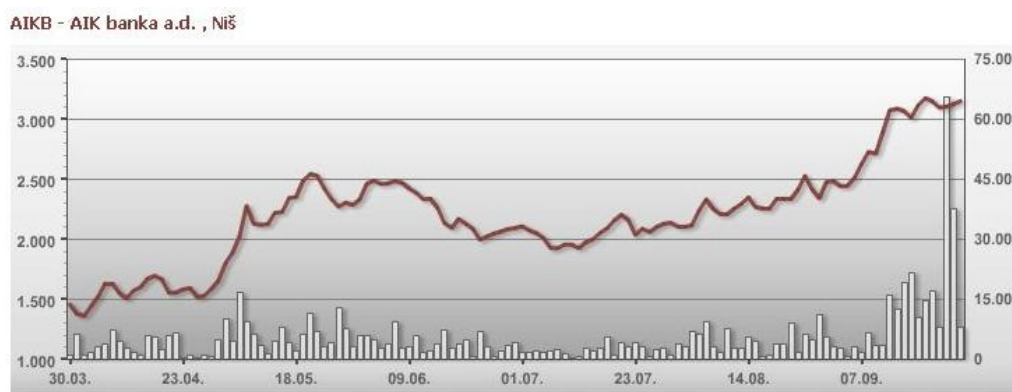
Dnevni podaci 25.09.2009.	
Cena	3.148
Promena	0,87% 27 RSD
Obim	7.822
Promet	24.619.870
Cena otvaranja	3.120
Najviša dnevna cena	3.199
Najniža dnevna cena	3.120

Tabela br. 7.2.

52 nedelje	
Najviša cena	Najniža cena
4.800	1.150
26.09.2008.	12.03.2009.
Istorijski	
Najviša cena	Najniža cena
15.829	1.150
27.04.2007.	12.03.2009.

Tabela br. 7.3.

Takođe važno je napomenuti i najvišu i najnižu cenu akcija ove kompanije u rasponu od 52 nedelje kao i istorijske podatke o maksimalnom i minimalnom kretanju cena akcija od početka listiranja ove banke (Tabela br. 7.3.).



Slika br. 7.6.

Izvor: www.belex.rs

Šestomesečni prikaz kretanja akcija Aik banke (Slika br. 7.6) pored konstantnog rasta od kraja marta kada je i bio najveći pad kao i u avgustu kada je postojao blaži pad sve to je nadoknađeno krajem septembra.

2.2. „Komercijalna Banka“

2.2.1. O banci

Postojanje Komercijalne banke počelo je pre 37 godina, koje su ogledalo sigurnosti, uspešnog poslovanja, bankarskih proizvoda i usluga prema potrebama klijenata i najvišim evropskim standardima. Danas banka ima široko rasprostranjenu mrežu. Naime, raspolaže sa 25 filijala širom zemlje, preko 270 ekspozitura, 3.166 zaposlenih, preko 1.200.000 otvorenih računa i preko 900.000 zadovoljnih klijenata. Kapital od 305 miliona evra čini nas najvećom bankom u zemlji, koja podjednako uspešno posluje sa građanima, kao i sa najvećim korporacijama – u zemlji i u inostranstvu. Komercijalna banka a.d. Beograd ima aktivnu ulogu u domaćem i međunarodnom platnom prometu. Putem svojih računa kod prvorazrednih svetskih banaka Banka u potpunosti zadovoljava sve potrebe za obavljanjem transakcija po nalogu klijenata. Najčešće korišćeni instrumenti plaćanja su: doznake, garancije, akreditivi i čekovi. Istovremeno preko 20 stranih finansijskih institucija je poklonilo svoje poverenje

Komercijalnoj banci kao instituciji koja po njihovom nalogu obavlja promet kako u lokalnoj tako i u stranim valutama.⁵³

2.2.2. Analiza fundamentalnih pokazatelja, vlasničke strukture i tehničke analize

Za izračunavanje tržišnih koeficijenata koriste se podaci iz Bilansa stanja i Bilansa uspeha kao i podaci koji su dati u Berzanskom prospektu koji je dostupan širokoj javnosti na sajtu Beogradske berze, tabela br. 7.4. Prvi koeficijent u tabeli je tržišna kapitalizacija koja se računa kao proizvod broja emitovanih akcija i cene akcije na Berzi. Dakle, predstavlja ukupnu tržišnu vrednost svih izdatih akcija kompanije, odnosno pokazuje koliko tržište vrednuje kompaniju. Ovaj pokazatelj menja se svakog dana kao i cena akcija. Konkretno za ovu akciju „Komercijalne Banke“ iznosi 33.467.265.537. Sledeći pokazatelj je zarada po akciji, koji zapravo govori o tome koliko je kompanija profitabilna i iznosi 3.065,82. Zatim, cenovni multiplikator i računa se kao odnos tržišne cene po akciji i zarade po akciji (EPS) a pokazuje koliko su investitori spremni da plate na jedan dinar (euro, dolar) zarade. U ovom primeru iznosi 12,53 što znači da je investitor spreman da plati RSD12,53 na RSD1 zarade koji kompanija ostvari. Zatim sledi P/B ratio koji predstavlja odnos tržišne cene i knjigovodstvene vrednosti akcije. Nizak P/B ratio može značiti da je akcija podcenjena, što nije problem u ovom slučaju jer to je samo realan odnos kretanja trenutno na našem tržištu. Pretposlednji pokazatelj ROA računa se kao odnos neto profita i akcionarskog kapitala a predstavlja prinos na kapital, odnosno prinos od uloženog sopstvenog kapitala. U ovom primeru iznosi oko 11% što pokazuje koliko je kompanija ostvarila profita u poslednja četiri kvartala u odnosu na uloženi kapital akcionara.

Tržišni koeficijenti	
	2008
Tržišna kapitalizacija=Broj akcija x cena na berzi	33.467.265.537
EPS=Neto profit/Prosečan broj akcija	3.065,82
PE=Trenutna cena/EPS	12,53
PB=Tržišna cena/knjigovodstvena cena	1,37
ROE=Dobit/kapital	10,94

Tabela br. 7.4.

Upravljačka struktura „Komercijalne banke“ nešto je drugačija u odnosu na „Aik Banku“. Naime, učešće fizičkih lica je duplo manje a na zbirne račune se odnosi četiri puta manje učešće, dakle, najveći deo odnosi se na pravna lica, čak 96% od toga na institucionalne investitore odnosi se oko 6% i to Dunav osiguranje 3% i Evropa osiguranje (u stečaju) oko 3%.

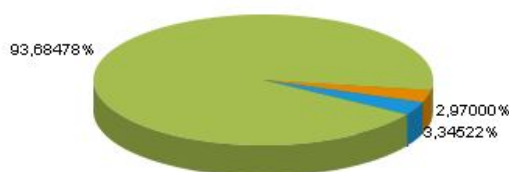
⁵³ Izvor: www.kombank.com – zvanični sajt Komercijalne Banke

Emitent: **KOMERCIJALNA BANKA AD - 07737068**Aktivni ISIN-i (CFI): **RSKOBBE33594 (ESVUFR)** | **RSKOBBE95171 (EPNXAR)**

Tip lica	Broj akcija	% od ukupne emisije
Akcije u vlasništvu fizičkih lica	10,767	1.23626
Akcije u vlasništvu pravnih lica	837,305	96.13907
Društveni kapital	0	0.00000
Zbirni (kastodi) račun	22,859	2.62466
Konzorcijum	0	0.00000
Ukupno:	870,931	100

Aksijski kapital iskazan na nivou emitenta

- Vlasništvo fizičkih lica - 2.97000%
- Vlasništvo pravnih lica - 93.68478%
- Zbirni (Kastodi) račun - 3.34522%



Slika br. 7.7.

Izvor: www.crhov.co.yu

Cena akcija „Komercijalne Banke“ na dan 25.09. je 38.427 dinara, pri čemu je cena na otvaranju bila 38.500 dinara, Tabela br. 7.4. Tabela 7.5. pokazuje i najvišu i najnižu cenu akcija ove kompanije u rasponu od 52 nedelje kao i istorijske podatke o maksimalnom i minimalnom kretanju cena akcija od početka listiranja ove banke.

Dnevni podaci 25.09.2009.	
Cena	38.427
Promena	0,12% 47 RSD
Obim	24
Promet	922.245
Cena otvaranja	38.500
Najviša dnevna cena	38.915
Najniža dnevna cena	38.300
VWAP	38.427

Tabela br. 7.5.

52 nedelje	
Najviša cena	Najniža cena
45.000	16.300
29.09.2008.	25.03.2009.
Istorijski	
Najviša cena	Najniža cena
155.000	16.300
18.04.2007.	25.03.2009.

Tabela br. 7.6.

Kretanje vrednosti akcija za vremenski period od šest meseci, ne obiluje tolikom oscilacijama kao akcije Aik Banke, pa pomalo deluje kao da je Komercijalna Banka u nekoj meri imuna na tržišna kretanja. Ipak, početkom aprila i krajem avgusta vrednosti akcija su bile u padu, ali se to opet krajem septembra izbalansiralo kada je postigut i maksimum za period od 180 dana. Slika br. 7.7.



Slika br. 7.8.

Izvor: www.belex.rs

2.3. „Energoprojekt“

2.3.1. Istorijat

Od 1951. godine, kada je osnovan, Energoprojekt se razvio u kompleksan poslovni sistem, koji danas integriše 10 kompanija u Srbiji i više od 20 aktivnih ino-entiteta. Energoprojekt je projektovao najveći broj postojećih hidrocentrala u zemlji. Od osnivanja, pa do sredine 2008. Energoprojekt je projektovao ili izgradio više od 40 hidroelektrana u bišoj Jugoslaviji i inostranstvu. U prvoj deceniji svog postojanja, Energoprojekt je projektovao prve termoelektrane u SFRJ

– Kostolac, Morava, Kolubara, Kosovo, da bi 1970. sagradio i termoelektoranu

“Nikola Tesla” u Obrenovcu koja čini više od trećine ukupne snage

elektroenergetskog

sistema u Srbiji. U ovom periodu,

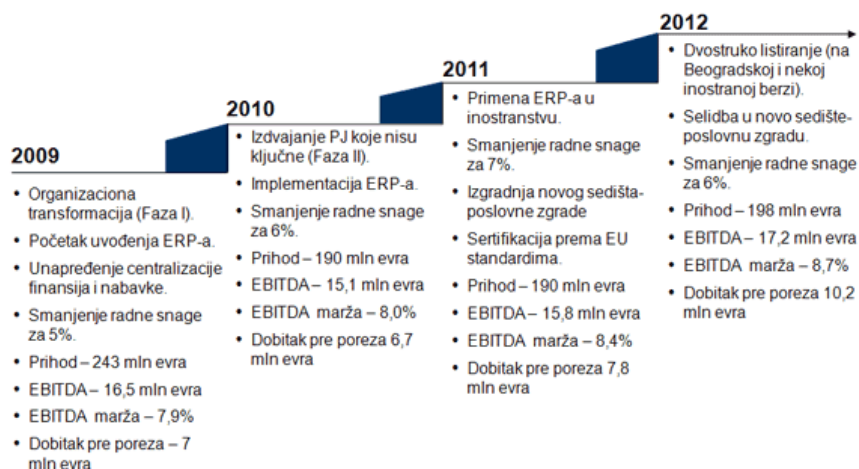
Energoprojekt je započeo i svoje prve inostrane projekte –

hidrotehničke objekte i melioracione sisteme u Turskoj, Libanu, Siriji, Pakistanu, Burmi, Indiji, Egiptu,... Šezdesetih, Energoprojekt je otvorio svoje kancelarije, filijale i kompanije u mnogim zemljama. Tokom sedamdesetih Energoprojekt se uključio u izradu velikih projekata širom sveta koji su bili važni i po svojoj složenosti i po vrednosti zaključenih pojedinačnih ugovora. U inostranstvu, Energoprojekt je ugovorio nove projekte i proširio svoje poslovanje na nova tržišta. Projektovao je i izgradio kapitalne projekte u Ugandi, Bocvani, Peruu, Keniji, Islandu, Centralno Afričkoj Republici, Zairu, Gabonu, Panami, Libiji i mnogim drugim zemljama u kojima je Energoprojekt već bio prisutan. U tradicionalnim godišnjim rang listama vodećih kompanija za projektovanje i izgradnju koje redovno objavljuje američki časopis

Slika br. 7.9.

Izvor: www.energoprojekt.co.yu

“Engineering News Record” redovno se nalazio i Energoprojekt. Godine 1980. zauzeo je šesto mesto u svetu među konsalting kompanijama, u inženjeringu 20, dok je među



izvođačima investicionih radova bio 27. U četvrtoj deceniji svog postojanja, Energoprojekt je intenzivirao svoju aktivnost u zemljama OPEC-a: Iraku, Kuvajtu, Iranu, Libiji, i Nigeriji. Tokom devedesetih godina 20. veka, usled raspada i rata u bivšoj Jugoslaviji, političkoj, ekonomskoj i finansijskoj izolaciji Srbije, kao i Zalivskog rata, neki od internacionalnih poslova morali su biti prekinuti, dok su drugi nastavljeni ali uz mnogo veće troškove. Energoprojektova mreža inostranih filijala, ekspozitura i zajedničkih preduzeća je omogućila Energoprojektu da sačuva svoje prisustvo i aktivnost na tradicionalnim tržištima, kao i da ugovori nove projekte na novim tržištima, kao što su Rusija, Kazahstan i Kina. U Septembru 1998. Energoprojekt je započeo transformaciju vlasničke strukture iz društvenog preduzeća u akcionarsko društvo.

Početkom novog milenijuma i šeste decenije svog postojanja, Energoprojekt nastavlja da intenzivno radi u zemlji i inostranstvu. Dominiraju poslovi ugovoreni u Kazahstanu, Nigeriji, Alžiru, Peruu i Kataru. Danas Energoprojekt sačinjavaju Holding a.d. kao matična kompanija i zavisne kompanije u svojim branšama. Energoprojekt realizuje projekte kroz svoj sistem sopstvenih filijala i ekspozitura, kao i kroz zajednička preduzeća osnovana sa partnerima iz Srbije i inostranstva. Putem mreže regionalnih predstavništava, filijala, zajedničkih preduzeća i drugih korporativnih oblika, Energoprojekt upravlja poslovima u 24 zemlje na četiri kontinenta. Energoprojekt je zadržao poziciju jedne od najvećih kompanija u projektovanju, inženjeringu i izgradnji u jugoistočnoj Evropi.

2.3.2. Misija i vizija

Energoprojekt obezbeđuje kontinuum raznovrsnih projekata i usluga svojim klijentima u oblasti energetike, urbanizma, arhitekture, infrastrukture, ekologije, industrije, informacionih tehnologija, u skladu sa međunarodnim standardima. Primenjujući glavne vrednosti u svom radu, Energoprojekt stiče visoko poverenje i preporuke svojih klijenata na domaćem i inostranom tržištu, i doprinosi pozitivnoj transformaciji životne sredine.

Vizija Energoprojekta je da bude jedan od međunarodnih lidera u inženjeringu, izgradnji i upravljanju projektima, koga će investitori i partneri videti kao integralni deo njihovog uspeha, sa zadovoljnim zaposlenima i akcionarima, i odgovornošću prema društvenoj zajednici.

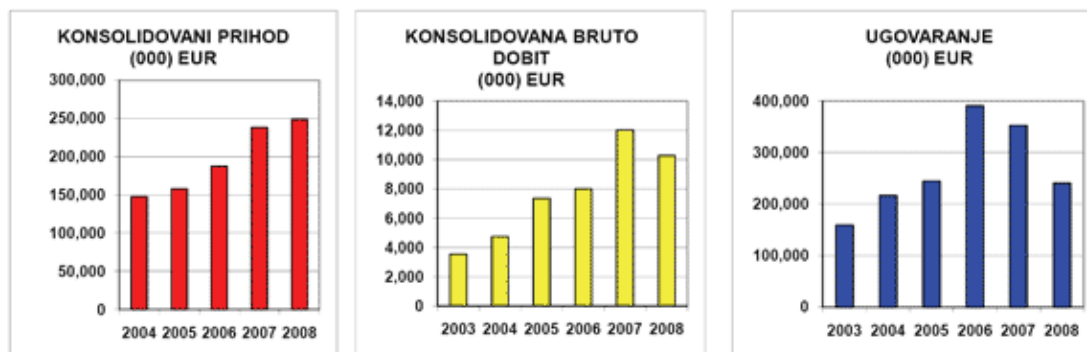
Strateški i razvojni planovi. Energoprojekt planira da izvrši reorganizaciju poslovanja i unapredi poslovne operacije kako bi se povećala efikasnost i profitabilnost.

Poslovni rezultati. Osnovni parametri poslovanja sistema Energoprojekt u periodu 2003-2008. Godine. Slika br. 7.5.⁵⁴

⁵⁴Izvor: www.energoprojekt.co.yu – zvanični sajt Energoprojekta

	GODINA					
	2003	2004	2005	2006	2007	2008
KONSOLIDOVANI PRIHOD (000 EUR)		147.551	157.919	187.182	238.006	248.714
Promena u odnosu na 2004.		100%	107%	127%	161%	169%
KONSOLIDOVANA BRUTO DOBIT (000 EUR)	3.542	4.744	7.363	8.013	12.025	10.279
Promena u odnosu na 2003.	100%	134%	208%	226%	339%	290%
UGOVARANJE (000 EUR)	159.110	216.407	244.588	390.522	352.315	240.606
Promena u odnosu na 2003.	100%	136%	154%	245%	221%	151%

U ugovaranje za 2008. godinu nije uključen potpisani ugovor o izgradnji železničke stanice Beograd centar Prokop (cca 230M €).



Slika br. 7.10. – Poslovni rezultat

2.3.3. Analiza fundamentalnih pokazatelja, vlasničke strukture i tehničke analize

Za izračunavanje tržišnih koeficijenata koriste se podaci iz Bilansa stanja i Bilansa uspeha kao i podaci koji su dati u Berzanskom prospektu koji je dostupan širokoj javnosti na sajtu Beogradske berze. Tabela br. 7.7. Prvi koeficijent u tabeli je tržišna kapitalizacija koja se računa kao proizvod broja emitovanih akcija i cene akcije na berzi. Dakle, predstavlja ukupnu tržišnu vrednost svih izdatih akcija kompanije, odnosno pokazuje koliko tržište vrednuje kompaniju. Ovaj pokazatelj menja se svakog dana kao i cena akcija. Konkretno za ovu akciju „Energoprojekta“ iznosi 1.190.793.536. Sledeći pokazatelj je zarada po akciji, koji zapravo govori o tome koliko je kompanija profitabilna i iznosi 23,58. Zatim, cenovni multiplikator i računa se kao odnos tržišne cene po akciji i zarade po akciji (EPS) a pokazuje koliko su investitori spremni da plate na jedan dinar (euro, dolar) zarade. U ovom primeru iznosi 74,12 što znači da je investitor spreman da plati RSD74,12 na RSD1 zarade koji kompanija ostvari. Zatim sledi P/B ratio koji predstavlja odnos tržišne cene i knjigovodstvene vrednosti akcije. Nizak P/B ratio može značiti da je akcija podcenjena, što nije problem u ovom slučaju jer to je samo realan odnos kretanja trenutno na našem tržištu. Pretposlednji pokazatelj ROA računa se kao odnos neto profita i akcionarskog kapitala a predstavlja prinos na kapital, odnosno prinos od uloženog sopstvenog kapitala. U ovom primeru iznosi oko 3,34% što pokazuje koliko je kompanija ostvarila profita u poslednja četiri kvartala u odnosu na uloženi kapital akcionara.

Tržišni koeficijenti	
	2008
Tržišna kapitalizacija=Broj akcija x cena na berzi	1.190.793.536
EPS=Neto profit/Prosečan broj akcija	23,58
PE=Trenutna cena/EPS	74,12
PB=Tržišna cena/knjigovodstvena cena	2,48
ROE=Dobit/kapital	3,34

Tabela br. 7.7.

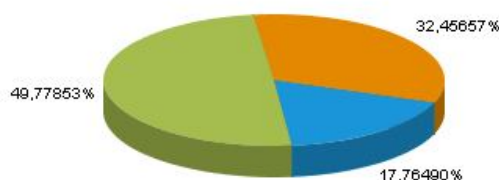
Vlasnička struktura Energoprojekta predstavlja suštu suprotnost u odnosu na „Komercijalnu Banku“. Naime, u vlasništvu fizičkih lica nalazi se oko 32% (u prethodnom slučaju, samo 3%) dok na pravna lica otpada oko 50%, a kod „Komercijalne banke“ taj procenat je iznosio skoro duplo. U okviru tog učešća na Akcijski fond Republike Srbije odnosi se oko 24% a na Republički fond za PIO oko 9.50%.

Emitent: **ENERGOPROJEKT HOLDING A.D. - 07023014**
 Aktivni ISIN-i (CFI): **RSHOLDE58279 (ESVUFR)**

Tip lica	Broj akcija	% od ukupne emisije
Akcije u vlasništvu fizičkih lica	3,072,926	32.45657
Akcije u vlasništvu pravnih lica	4,712,937	49.77853
Društveni kapital	0	0.00000
Zbirni (kastodi) račun	1,681,947	17.76490
Konzorcijum	0	0.00000
Ukupno:	9,467,810	100

Akcijski kapital iskazan na nivou emitenta

- Vlasništvo fizičkih lica - 32.45657%
- Vlasništvo pravnih lica - 49.77853%
- Zbirni (Kastodi) račun - 17.76490%



Slika br. 7.11.

Izvor: www.crhov.co.yu

Cena akcija na dan 25.09. bila je 1.748 dinara, što je pad u odnosu na 16. septembar kada je cena bila 1.800 dinara. Međutim, prometa ovim akcijama nije bilo u poslednjih šest meseci iako je ponuda bila različita. Čak je najniža cena bila 17.septembra, 1.748 dinara.

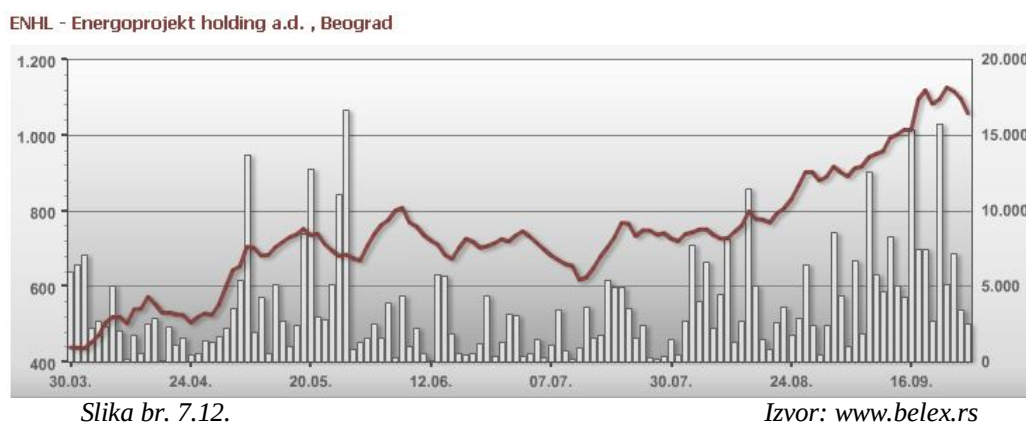
Dnevni podaci 25.09.2009.	
Cena	1.095
Promena	-1,71% 19 RSD
Obim	3.394
Promet	3.718.836
Cena otvaranja	1.127
Najviša dnevna cena	1.127
Najniža dnevna cena	1.082

Tabela br. 7.8.

52 nedelje	
Najviša cena	Najniža cena
1.748	1.748
17.09.2009.	17.09.2009.
Istorijski	
Najviša cena	Najniža cena
2.160	750
20.04.2007.	21.03.2007.

Tabela br. 7.9.

Početak posmatranog perioda, dakle kraj marta, odlikuje pad vrednosti, koji se u isprekidanom kontinuitetu ponavlja negde u julu kada je vrednost po akciji bila negde oko 700 din. što je opet nešto više nego u martu kada je vrednost bila negde oko 400 din. početkom septembra kreće postepen porast koji kulminira 17. septembra kada je zabeležen rast od 7,90% da bi nedugo posle toga usledio pad vrednosti.



2.4. „Univerzal Banka“

2.4.1. O banci

Od 16. juna 1992. godine, kada je osnovana rešenjem tadašnje Narodne banke Jugoslavije, Banka je prošla kroz velike izazove vremena i danas postala tražen i respektabilan partner na finansijskom tržištu Srbije. Banka je počela da posluje pod nazivom MB ASI banka D.D. da bi 30. juna 1995. godine, u skladu sa izmenama zakonske regulative, preregistrovana u akcionarsko društvo, odnosno ASI banku A.D. sa 190 akcionara.

Pod sadašnjim imenom, Univerzal banka A.D. Beograd, posluje od 1. juna 1997. godine. Razvoj poslovne mreže, otvaranjem filijala Banke i u unutrašnjosti Srbije, počeo je krajem 1993. godine, kada su otvorene filijale u Vranju i Prištini. Dozvola za poslove platnog prometa i kreditnog poslovanja sa inostranstvom (tzv. Veliko ovlašćenje) dobijena 16. maja 1995. godine, kada je Banka počela samostalno da obavlja ove poslove. Od januara 2003. godine Banka obavlja poslove platnog prometa u zemlji, a od početka januara 2006. godine na Beogradskoj berzi počelo je trgovanje akcijama Banke. Tokom 2006. godine, Banka je obezbedila uslove za dobijanje sertifikata međunarodnog sistema kvaliteta ISO 9001:2000, koji je i dobijen početkom 2007. godine. Od početka svog postojanja Banka je uredno usaglašavala organizaciju i normativna akta, veličinu i strukturu kapitala i ostale pokazatelje kvaliteta poslovanja sa propisima.

U uslovima snažne konkurencije, kako domaćih tako i stranih banaka, Banka uspeva da ostvaruje svoje razvojne planove, jača potencijale, povećava broj komitenata i širi mrežu filijala i ekspozitura. Danas, sa svojim organizacionim jedinicama, Univerzal banka je prisutna u preko 30 gradova Srbije, ima više od 460 zaposlenih. Kontinuitet uspešnih poslovnih rezultata i afirmisanje visokih etičkih standarda ne prolazi nezapaženo, tako da je Banka dobitnik mnogobrojnih domaćih i međunarodnih priznanja. Svoj razvoj u budućnosti Banka gradi na bazi visoko stručnih kadrova, najmodernijih informatičkih tehnologija i stečenog velikog ugleda koji ima kod privrede i građana.⁵⁵

⁵⁵ Izvor: www.ubbad.rs – zvanični sajt Univerzal Banke

2.4.2. Analiza fundamentalnih pokazatelja, vlasničke strukture i tehničke analize

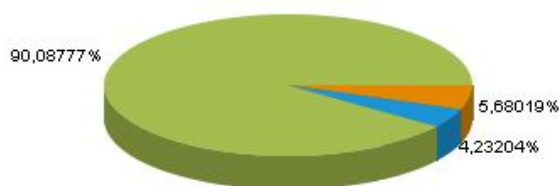
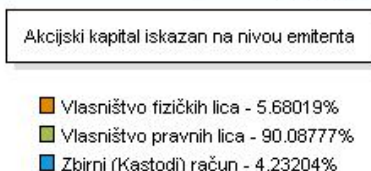
Tržišna kapitalizacija se računa kao proizvod broja emitovanih akcija i cene akcije na berzi. Dakle, predstavlja ukupnu tržišnu vrednost svih izdatih akcija kompanije, odnosno pokazuje koliko tržište vrednuje kompaniju. Ovaj pokazatelj menja se svakog dana kao i cena akcija. Konkretno za ovu akciju „Univerzal Banke“ iznosi 5.360.993.007. Sledeći pokazatelj je zarada po akciji, koji zapravo govori o tome koliko je kompanija profitabilna i iznosi 1.662,57. Zatim, cenovni multiplikator i računa se kao odnos tržišne cene po akciji i zarade po akciji (EPS) a pokazuje koliko su investitori spremni da plate na jedan dinar (euro, dolar) zarade. U ovom primeru iznosi 5.68 što znači da je investitor spreman da plati RSD5.68 na RSD1 zarade koji kompanija ostvari. Zatim sledi P/B ratio koji predstavlja odnos tržišne cene i knjigovodstvene vrednosti akcije. Nizak P/B ratio može značiti da je akcija podcenjena, što nije problem u ovom slučaju jer to je samo realan odnos kretanja trenutno na našem tržištu. Pretposlednji pokazatelj ROA računa se kao odnos neto profita i akcionarskog kapitala a predstavlja prinos na kapital, odnosno prinos od uloženog sopstvenog kapitala. U ovom primeru iznosi oko 16.06% što pokazuje koliko je kompanija ostvarila profita u poslednja četiri kvartala u odnosu na uloženi kapital akcionara.

Tržišni koeficijenti	
	2008
Tržišna kapitalizacija=Broj akcija x cena na berzi	5.360.993.007
EPS=Neto profit/Prosečan broj akcija	1.662,57
PE=Trenutna cena/EPS	5.68
PB=Tržišna cena/knjigovodstvena cena	0.91
ROE=Dobit/kapital	16.06

Tabela br. 7.10.

Upravljačka struktura „Univerzal Banke“ vrlo je slična strukturi „Komercijalne Banke“. Tako učešće fizičkih lica iznosi 5,6% (kod Komercijalne 6%), dok većinu čine pravna lica, sa 90%. Isto tako 1,39% odnosi se na Republički fond za PIO.

Emitent: UNIVERZAL BANKA AD - 06031676		
Aktivni ISIN-i (CFI): RSUBBAE14618 (ESVUFR)		
Tip lica	Broj akcija	% od ukupne emisije
Akcije u vlasništvu fizičkih lica	32,234	5,68019
Akcije u vlasništvu pravnih lica	511,231	90,08777
Društveni kapital	0	0,00000
Zbirni (kastodi) račun	24,016	4,23204
Konzorcijum	0	0,00000
Ukupno:	567,481	100



Slika br. 7.13.

Izvor: www.crhov.co.yu

Cena akcija na dan 25.septembra „Univerzal Banke“ bila je 9.447 dinara, cena na otvaranju bila je 9.965 dinara, dok je obim trgovanja bio prilično nizak samo 168 akcija dok je.. Takođe, u ovom aprilu ove godine postignuta je i najniža cena 5.005 din. i to početkom aprila.

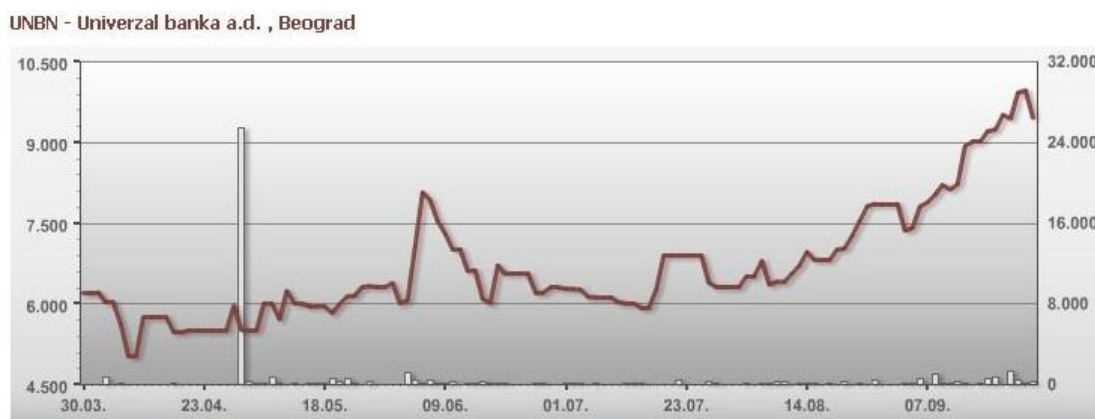
Dnevni podaci 25.09.2009.	
Cena	9.447
Promena	-5,08% -506 RSD
Obim	168
Promet	1.587.105
Cena otvaranja	9.965
Najviša dnevna cena	9.970
Najniža dnevna cena	9.300

Tabela br. 7.11.

52 nedelje	
Najviša cena	Najniža cena
16.500	5.005
30.09.2008.	09.04.2009.
Istorijski	
Najviša cena	Najniža cena
50.900	5.005
01.03.2007.	09.04.2009.

Tabela br. 7.12.

Kraj marta i gotovo ceo april su može se reći bili izuzetno teški za mnoge kompanije na berzi. Konkretno za Univerzal banku, situacija se popravila drastično početkom juna da bi opet pre samog kraja tog meseca došlo do naglog pada koji se vrlo usporenim porastom kretao do samog početka septembra kada je došlo do može se reći naglog rasta. Međutim poslednjeg posmatranog dana cena je pala za 5,08% što je ipak veliki pad za ovaj mesec. Slika br. 7.13.



Slika br. 7.14.

Izvor: www.belex.rs

2.5. „Agrobanka“

2.5.1. O banci

Poljoprivredna banka Agrobanka A.D. Beograd nastavlja tradiciju Privilegovane agrarne banke osnovane u Kraljevini Jugoslaviji i jugoslovenske poljoprivredne banke "Poljobanke". Ugled i poverenje koje uživa kod svojih klijenata rezultat je stvarne brige za rešavanje njihovih potreba i pružanja pouzdane i efikasne bankarske usluge.

Tokom svog dugogodišnjeg poslovanja Agrobanka je uspešno realizovala mnoge velike projekte u poljoprivredi i prehrambenoj industriji kao što su: Zajam Međunarodne banke za obnovu i razvoj, Sredstva društvene reprodukcije, Sredstva revitalizacije sela, Sredstva za razvoj stočarstva i stručnih službi, Sredstva za uređenje poljoprivrednog zemljišta i mnogi drugi.

Danas, kao savremena tržišno orijentisana banka, raspolaže savremenom opremom, stručnim i iskusnim kadrovima, dobro organizovanom i razuđenom poslovnom mrežom, što joj uz visoki profesionalizam daje mogućnost da postane vodeća agrarna banka u zemlji. U poslovnom sistemu Agrobanke primenjuju se savremena rešenja informacionih tehnologija. Klijentima pružamo mogućnost izbora poslovanja od klasičnog do elektronskog. Intenzivno radimo na uvođenju novih finansijskih instrumenata i bankarskih proizvoda.

Agrobanka potiče od Privilegovane agrarne banke, osnovane 1929. godine u Kraljevini Jugoslaviji, koja je svoju delatnost obavljala sve do početka Drugog svetskog rata. Godine nakon rata bile su godine stalnih društvenih promena u jugoslovenskom i međunarodnom okruženju, koje su uticale na organizaciju, status i poslovanje Agrobanke.

- **1959. godine** - osnovana jugoslovenska poljoprivredna banka "Poljobanka", čiji je pravni sledbenik Agrobanka
- **1978. godine** - Osnovna poljoprivredna banka Agrobanka, nastala transformacijom bivše jugoslovenske poljoprivredne banke
- **1981. godine** - Osnovna poljoprivredna banka Agrobanka transformiše se u Specijalizovanu poljoprivrednu banku – Agrobanku
- **1995. godine** - Agrobanka se osniva kao akcionarsko društvo.

Agrobanka je danas otvoreno akcionarsko društvo, i spada u red srednjih banaka. Kao univerzalna banka, potpuno je osposobljena za pružanje svih usluga koje Zakon o bankama predviđa na teritoriji Republike Srbije. Agrobanka ima veoma razvijenu poslovnu mrežu kojom pokriva celu teritoriju Srbije: 122 poslovnih jedinica – 15 filijala, 87 ekspozitura, i 20 šaltera. Posедуje izuzetno stručan kadar od preko 800 zaposlenih, od kojih je preko 40% sa visokom i višom stručnom spremom. U okviru sopstvenog školskog centra vrši se konstantna edukacija i usavršavanje kadrova. Agrobanka je članica Međunarodne organizacije poljoprivrednih banaka **CICA** – Cirihi, kao i Asocijacije Banaka Centralne i Istočne Evrope – **BACEE**, a poslove međunarodnog platnog prometa za koje ima "veliko ovlašćenje" obavlja, kao članica **SWIFT**-a, preko sopstvene adrese.

Vizija budućnosti Agrobanke se ogleda u vidu konstantne ekspanzije, povećanja tržišnog učešća, i ostvarivanja pozitivnih finansijskih rezultata. Prioritet će se dati naporima koji će Banci omogućiti konkurentnu poziciju na finansijskom tržištu, kao što su: jasno definisan i moderan profil banke, podrška razvoju malih i srednjih preduzeća, iniciranje velikih investicionih projekata u svim sektorima privrede i poljoprivrede, značajna podrška razvoju poljoprivrede i ruralne infrastrukture, intenziviranje saradnje sa stranim bankama i finansijskim institucijama, razvoj investicionog bankarstva, i dalje unapređenje IT podrške i kadrovske strukture.⁵⁶

⁵⁶ Izvor: www.agrobanka.rs – zvanični sajt Agrobanke.

2.5.2. Analiza fundamentalnih pokazatelja, vlasničke strukture i tehničke analize

Tržišna kapitalizacija se računa kao proizvod broja emitovanih akcija i cene akcije na berzi. Dakle, predstavlja ukupnu tržišnu vrednost svih izdatih akcija kompanije, odnosno pokazuje koliko tržište vrednuje kompaniju. Ovaj pokazatelj menja se svakog dana kao i cena akcija. Konkretno za ovu akciju „Agrobanke“ iznosi 7.837.946.940. Sledeći pokazatelj je zarada po akciji, koji zapravo govori o tome koliko je kompanija profitabilna i iznosi 743,69. Zatim, cenovni multiplikator i računa se kao odnos tržišne cene po akciji i zarade po akciji (EPS) a pokazuje koliko su investitori spremni da plate na jedan dinar (euro, dolar) zarade. U ovom primeru iznosi 14,66 što znači da je investitor spreman da plati RSD14,66 na RSD1 zarade koji kompanija ostvari. Zatim sledi P/B ratio koji predstavlja odnos tržišne cene i knjigovodstvene vrednosti akcije. Nizak P/B ratio može značiti da je akcija podcenjena, što nije problem u ovom slučaju jer to je samo realan odnos kretanja trenutno na našem tržištu. Pretposlednji pokazatelj ROA računa se kao odnos neto profita i akcionarskog kapitala a predstavlja prinos na kapital, odnosno prinos od uloženog sopstvenog kapitala. U ovom primeru iznosi oko 3,52% što pokazuje koliko je kompanija ostvarila profita u poslednja četiri kvartala u odnosu na uloženi kapital akcionara.

Tržišni koeficijenti	
	2008
Tržišna kapitalizacija=Broj akcija x cena na berzi	7.837.946.940
EPS=Neto profit/Prosečan broj akcija	743,69
PE=Trenutna cena/EPS	14,66
PB=Tržišna cena/knjigovodstvena cena	0,52
ROE=Dobit/kapital	3,52

Tabela br. 7.13.

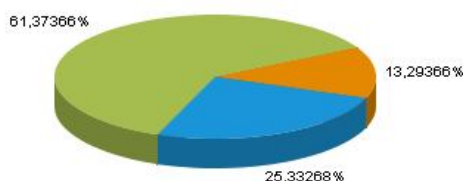
Vlasnička struktura „Agrobanke“ nešto je drugačija nego struktura prethodnih banaka. Naime, nešto veći procenat odnosi se na zbirne kastodi račune 25% a I fizička lica imaju nešto veće učešće od 13%, što sa učešćem pravnih lica od oko 62% čini 100% učešća u akcijskom kapitalu. Takođe, treba napomenuti i to da u okviru ovih 62% Republika Srbija učestvuje sa 20%.

Emitent: **PB AGROBANKA AD BEOGRAD - 07564856**
Aktivni ISIN-i (CFI): **RSAGROE02462 (ESVUFR) | RSAGROE28715 (EPNXXNR)**

Tip lica	Broj akcija	% od ukupne emisije
Akcije u vlasništvu fizičkih lica	93,587	13.02084
Akcije u vlasništvu pravnih lica	442,890	61.61965
Društveni kapital	0	0.00000
Zbirni (kastodi) račun	182,271	25.35951
Konzorcijum	0	0.00000
Ukupno:	718,748	100

Akcijski kapital iskazan na nivou emitenta

- Vlasništvo fizičkih lica - 13.29366%
- Vlasništvo pravnih lica - 61.37366%
- Zbirni (Kastodi) račun - 25.33268%



Slika br. 7.15.

Izvor: www.crhov.co.yu

Kada je u pitanju Agrobanka imamo pad od skoro 8% na dan 25. septembar iako je cena prethodnog dana bila 11.850 dinara a porast za oko 11%. Cena na otvaranju 25.09. bila je 12.000 dinara. Istorijski posmatrano najniža cena bila je polovinom marta i iznosila je 2.400 din. što je i najniža cena u poslednje 52 nedelje.

Dnevni podaci 25.09.2009.	
Cena	10.905
Promena	-7,97% -945 RSD
Obim	1.118
Promet	12.191.632
Cena otvaranja	12.000
Najviša dnevna cena	12.000
Najniža dnevna cena	10.499

Tabela br. 7.14.

52 nedelje	
Najviša cena	Najniža cena
12.150	2.400
24.09.2009.	12.03.2009.
Istorijski	
Najviša cena	Najniža cena
50.000	2.400
23.01.2007.	12.03.2009.

Tabela br. 7.15.

Kretanje cena Agrobanke za period 180 dana je postepeno raslo. Nešto izraženiji porast zabeležen je početkom maja i sredinom septembra, dok najniže cene su ubedljivo u martu što je posledica recesije koja se prenela iz prethodne 2008. godine. Slika br. 7.15.



Slika br. 7.16.

Izvor: www.belex.rs

2.6. „Sojaprotein“

2.6.1. O kompaniji

„Sojaprotein“ A.D. je kompanija za preradu soje, koja po svom kapacitetu prerade (od blizu 300.000 tone godišnje), raznovrsnosti i kvalitetu proizvoda, spada među najznačajnije proizvođače iz ove grane u Centralnoj i Jugoistočnoj Evropi. Osnovna delatnost kompanije je prerada sojinog zrna, ali se ona bavi i poljoprivrednom proizvodnjom, uskladištenjem, prometom na veliko i malo, otkupom poljoprivrednih proizvoda, izvozom i uvozom, i drugim delatnostima koje služe potpunijem vršenju glavne delatnosti.

„Sojaprotein“ A.D. je osnovana 1977. godine kao društveno preduzeće, sredstvima društvene svojine opštine Bečej i sredstvima Pokrajine Vojvodine. Probna proizvodnja otpočela je

1982. godine, redovna proizvodnja 1983. godine, a konačno konstituisanje izvršeno je 1985. godine. Izgradnjom kompanije „Sojaprotein“ A.D. trebalo je podmiriti potrebe za visokovrednim proteinima za prehrambenu industriju i smanjiti deficit jestivog ulja na domaćem tržištu. Proizvodnja proteinskih proizvoda za ishranu životinja imala je za cilj razvoj stočarstva. Planirano je da setva soje doprinese boljoj plodosmeni useva, što bi doprinelo povećanju prinosa u poljoprivredi. Time je Jugoslavija, umesto dotadašnjeg velikog uvoznika, mogla da se pojavi kao značajan izvoznik veoma traženih biljnih proteina. Sprovedenjem svojinske transformacije putem izdavanja internih akcija, 2000. god. završen je prvi krug po osnovu besplatnog upisa, kada su mali akcionari postali vlasnici kapitala u iznosu od 60.37%. Od 2002. god. u kompaniju j berzanskim aukcijama investirano oko 179.697.000,00 dinara. Tako da danas kao relativno nova kompanija, „Sojaprotein“ A.D. raspolaže savremenom tehnološkom opremom najpoznatijih evropskih i američkih proizvođača. Posebna pažnja se posvećuje održavanju tehničke i tehnološke spremnosti fabrike stalnim praćenjem i primenom saznanja o inovacijama u tehnologiji prerade soje. Najveći deo proizvoda plasira se na domaće tržište, a oko 15% proizvodnje se izvozi. Takođe, kontinuirano je prisutna na inostranom tržištu i svoje proizvode prodaje u preko 20 zemalja. Trećina izvoza usmerena je ka zemljama članicama EU, oko 30% ka Rusiji, 6% ka bivšim jugoslovenskim republikama, a oko 30% ka ostalim zemljama.⁵⁷

2.6.2. Analiza fundamentalnih pokazatelja, vlasničke strukture i tehničke analize

Tržišna kapitalizacija se računa kao proizvod broja emitovanih akcija i cene akcije na berzi. Dakle, predstavlja ukupnu tržišnu vrednost svih izdatih akcija kompanije, odnosno pokazuje koliko tržište vrednuje kompaniju. Ovaj pokazatelj menja se svakog dana kao i cena akcija. Konkretno za ovu akciju „Sojaprotein“ iznosi 9.618.085.648. Sledeći pokazatelj je zarada po akciji, koji zapravo govori o tome koliko je kompanija profitabilna i iznosi 53,42. Zatim, cenovni multiplikator i računa se kao odnos tržišne cene po akciji i zarade po akciji (EPS) a pokazuje koliko su investitori spremni da plate na jedan dinar (euro, dolar) zarade. U ovom primeru iznosi 23,63 što znači da je investitor spreman da plati RSD23,63 na RSD1 zarade koji kompanija ostvari. Zatim sledi P/B ratio koji predstavlja odnos tržišne cene i knjigovodstvene vrednosti akcije. Nizak P/B ratio može značiti da je akcija podcenjena, što nije problem u ovom slučaju jer to je samo realan odnos kretanja trenutno na našem tržištu. Pretposlednji pokazatelj ROA računa se kao odnos neto profita i akcionarskog kapitala a predstavlja prinos na kapital, odnosno prinos od uloženog sopstvenog kapitala. U ovom primeru iznosi oko 5,91% što pokazuje koliko je kompanija ostvarila profita u poslednja četiri kvartala u odnosu na uloženi kapital akcionara.

Tržišni koeficijenti	
	2008
Tržišna kapitalizacija=Broj akcija x cena na berzi	9.618.085.648
EPS=Neto profit/Prosečan broj akcija	53,42
PE=Trenutna cena/EPS	23,63
PB=Tržišna cena/knjigovodstvena cena	1,07
ROE=Dobit/kapital	5,91

Tabela br. 7.16.

⁵⁷ Izvor: www.sojaprotein.com – zvanični sajt kompanije Sojaprotein

Vlasnička struktura ove kompanije pomalo podseća na tipičnu bankarsku strukturu, a odlikuje se malim učešćem fizičkih lica oko 14%, još manjim učešćem zbirnih računa 11%, dok je većina vlasništva u rukama pravnih lica, 73%. Od institucionalnih investitora, Delta Generali ima neznatno učešće od 0,57%.

Emitent: **SOJAPROTEIN A.D. BEČEJ - 08114072**
Aktivni ISIN-i (CFI): **RSSOJAE21837 (ESVUFR)**

Tip lica	Broj akcija	% od ukupne emisije
Akcije u vlasništvu fizičkih lica	1,110,822	14.57522
Akcije u vlasništvu pravnih lica	5,616,511	73.69488
Društveni kapital	0	0.00000
Zbirni (kastodi) račun	893,971	11.72990
Konzorcijum	0	0.00000
Ukupno:	7,621,304	100

Akcijski kapital iskazan na nivou emitenta

- Vlasništvo fizičkih lica - 14.57522%
- Vlasništvo pravnih lica - 73.69488%
- Zbirni (Kastodi) račun - 11.72990%



Slika br. 7.18.

Izvor: www.crhov.co.yu

Cena akcija na posmatrani dan iznosila je 1.262 dinara, čime je obeležila pad za 0,94%. Cena na otvaranju bila je 1.280 din. Istorijski najniža cena bila je kao i za mnoge akcije na berzi u martu ove godine kada je iznosila samo 470 dinara.

Dnevni podaci 25.09.2009.	
Cena	1.262
Promena	-0,94% -12 RSD
Obim	1.673
Promet	2.110.905
Cena otvaranja	1.280
Najviša dnevna cena	1.288
Najniža dnevna cena	1.251

Tabela br. 7.17

52 nedelje	
Najviša cena	Najniža cena
1.699	470
26.09.2008.	10.03.2009.
Istorijski	
Najviša cena	Najniža cena
6.699	180
30.04.2007.	11.08.2003.

Tabela br. 7.18.

Druge nedelje avgusta "Sojaprotein" privlači pažnju naglim porastom vrednosti akcija i to traje sve do polovine septembra, kada vrednost beleži konstantno kretanje ali samo za kratko posle čega sledi blaži pad, što se i pokazalo 23., 24. i 25. septembra.

"Sojaprotein", uprkos stabilizaciji domaće valute i smanjenju dužničke pozicije, i dalje ima visoke gubitke po osnovu kursnih razlika u toku prvog polugodišta, koji su oborili iznos neto profita na 162,5 miliona dinara. Poređenja radi, u prvom polugođu 2008. godine "Sojaprotein" je imao neto profit od 553 miliona dinara. Akcijama "Sojaproteina" se poslednjeg radnog dana prošle nedelje trgovalo po maksimalnoj ceni od 980 dinara.

SJPT - Soja protein a.d. , Bečej



Slika br. 7.19.

Izvor: www.belex.rs

2.7. „Imlek“

2.7.1. O kompaniji

„Imlek“ je regionalni lider na polju mlecarske industrije. Postoji od 1953. god. A čine ga fabrike na teritoriji Srbije, Crne Gore, Bosne I Hercegovine I odnedavno Makedonije. Otkupljuje mleko od 14 000 farmara – kooperanata u Srbiji I sa njima ostvaruje evropske standarde o kriterijume kvaliteta. Duga tradicija, stručni kadrovi, savremena tehnologija I stalno unapređivanje proizvodnje rezultiralo je u više od 80 različitih mlečnih proizvoda koje „Imlek“ svakodnevno donosi.

Rad „Imlek“-a otpočinje 1953. god. u gazdinstvu „Lepučnica“ u Glogonjskom Ritu, kada je podignuta I prva priručna mlekaru u PKB – u. time je praktično formirana mlecarska industrija imlek. Oko 800 krava davalo je dnevno između tri I pet litara mleka koje je u metalnim kantama konjskim zapregama i traktorima slato na beogradsko tržište. 1957. god. UNICEF dodeljuje liniju za pasterizaciju i flaširanje 30.000 litara mleka dnevno. 1963. god. proizvodnja premašuje 21 milion litara godišnje. 1972. god. sprovedena je integracija Gradskog Mlekarstva Beograd u Imlek. Sistemu Imlek priključuju se mlecare u Kraljevu, Požarevcu, Gornjem Milanovcu, Velikoj Plani, Šidu i Beogradu. 1977. god. u pogonima Imleka godišnje se preradi između 140 i 160 milona litara mleka. AD Imlek i kompanija Alfa Laval iz Beča sklapaju ugovor o poslovnoj-tehničkoj saradnji. Partneri od tada zajednički nastupaju na svetskom tržištu u projektovanju i podizanju mlekaru i opremanju tehnoloških linija, a 1987. godine i prave mlekaru u Krasnodaru u Rusiji. Tokom 2003. i 2004. god. investicioni fond Salford je postao većinski vlasnik „Imlek“-a. od tada je uloženo preko 40 milona evra u modernizaciju kompanije. Prva godina ulaganja je bila posvećena modernizaciji farmi, druga godina podizanju nivoa kvaliteta mleka, tj. Sakupljanju mleka prema standardima EU, dok je od 2006. Fokus investicija na unapređivanju rada na polju primarne ka finalnoj proizvodnji.⁵⁸

⁵⁸ Izvor: www.imlek.rs – zvanični sajt Imlek-a

2.7.2. *Analiza fundamentalnih pokazatelja, vlasničke strukture i tehničke analize*

Tržišna kapitalizacija se računa kao proizvod broja emitovanih akcija i cene akcije na berzi. Dakle, predstavlja ukupnu tržišnu vrednost svih izdatih akcija kompanije, odnosno pokazuje koliko tržište vrednuje kompaniju. Ovaj pokazatelj menja se svakog dana kao i cena akcija. Konkretno za ovu akciju „Imlek“ iznosi 13.652.929.500. Sledeći pokazatelj je zarada po akciji, koji zapravo govori o tome koliko je kompanija profitabilna i iznosi 98,84. Zatim, cenovni multiplikator i računa se kao odnos tržišne cene po akciji i zarade po akciji (EPS) a pokazuje koliko su investitori spremni da plate na jedan dinar (euro, dolar) zarade. U ovom primeru iznosi 15,18 što znači da je investitor spreman da plati RSD15,18 na RSD1 zarade koji kompanija ostvari. Zatim sledi P/B ratio koji predstavlja odnos tržišne cene i knjigovodstvene vrednosti akcije. Nizak P/B ratio može značiti da je akcija podcenjena, što nije problem u ovom slučaju jer to je samo realan odnos kretanja trenutno na našem tržištu. Pretposlednji pokazatelj ROA računa se kao odnos neto profita i akcionarskog kapitala a predstavlja prinos na kapital, odnosno prinos od uloženog sopstvenog kapitala. U ovom primeru iznosi oko 9,99% što pokazuje koliko je kompanija ostvarila profita u poslednja četiri kvartala u odnosu na uloženi kapital akcionara.

Tržišni koeficijenti	
	2008
Tržišna kapitalizacija=Broj akcija x cena na berzi	13.652.929.500
EPS=Neto profit/Prosečan broj akcija	98,84
PE=Trenutna cena/EPS	15,18
PB=Tržišna cena/knjigovodstvena cena	1,52
ROE=Dobit/kapital	9,99

Tabela br. 7.19.

U okviru vlasničke strukture kompanije „Imlek“ još manji deo otpada na fizička lica, samo 10% i na zbirne račune 0,9%, dakle većinu opet čine pravna lica sa 86%. U okviru toga Republički fond za PIO učestvuje sa neznatnih 0.20% i Delta Generali Osiguranje AD sa 0.41%. Ono što je karakteristično za „Imlek“ jeste da udela u visini od oko 2% ima i društveni kapital.

Naime, društveni kapital je kapital bez titulara te otuda eventualno izražavanje društvenog kapitala u obračunskim akcijama jeste priprema za njegovu privatizaciju u kom postupku će biti određen vlasnik predmetnog kapitala i izdate akcije po tom osnovu. Znači, društveni kapital je nenominirani kapital i sa tog stanovišta nema osnova da bude evidentiran u centralnom državnom registru jer po tom osnovu nisu izdate akcije, kao hartije od vrednosti.⁵⁹ Dakle, taj društveni kapital ne pripada državi, jer po tom osnovu nisu izdate akcije, već će se i taj deo kapitala rasporediti nešto kasnije na akcionare a do tada se evidentira pod ovim terminom.

⁵⁹ Izvor: www.sec.gov.rs.

Emitent: **IMLEK - AD - 07042701**Aktivni ISIN-i (CFI): **RSIMLKE39474 (EPNXXNR)** | **RSIMLKE73325 (ESVUFR)**

Tip lica	Broj akcija	% od ukupne emisije
Akcije u vlasništvu fizičkih lica	968,536	10.64097
Akcije u vlasništvu pravnih lica	7,855,171	86.30204
Društveni kapital	195,151	2.14406
Zbirni (kastodi) račun	83,095	0.91294
Konzorcijum	0	0.00000
Ukupno:	9,101,953	100

Akcijski kapital iskazan na nivou emitenta

- Vlasništvo fizičkih lica - 10.76173%
- Vlasništvo pravnih lica - 86.18541%
- Društveni kapital - 2.14116%
- Zbirni (Kastodi) račun - 0.91170%



Slika br. 7.20.

Izvor: www.crhov.co.yu

Vrednost akcija Imlek-a bila je u plusu kako 25-og tako i 24-og septembra, i to 24-og za skoro 6% a 25-og za neznatnih 0,20%. Cena akcija posmatranog dana bila je 1.500 din, dok je cena na otvaranju bila 1.497 din. Najniža cena u intervalu od 52 nedelje bila je 28. januara kada je iznosila 811 din.

Dnevni podaci 25.09.2009.	
Cena	1.500
Promena	0,20% 3 RSD
Obim	992
Promet	1.487.815
Cena otvaranja	1.497
Najviša dnevna cena	1.500
Najniža dnevna cena	1.497

Tabela br. 7.20.

52 nedelje	
Najviša cena	Najniža cena
1.500	811
19.05.2009.	28.01.2009.
Istorijski	
Najviša cena	Najniža cena
3.001	384
19.04.2007.	30.06.2004.

Tabela br. 7.21.

Kretanje za period od šest meseci prikazano je sledećom slikom (Slika br. 7.19.), gde se vidi najniže kretanje u martu mesecu, kao i kod drugih listiranih kompanija kao što je već rečeno početak godine je bio na vrlo kritičnoj tački. Zatim krajem aprila kreće silovito uzdizanje vrednosti akcija koje se u većoj ili manjoj meri održava do kraja septembra.

IMLK - Imlek a.d., Beograd



Slika br. 7.21.

Izvor: www.belex.rs

2.8. „Metalac holding“

2.8.1. O kompaniji

Kompanija „Metalac“ proširila se tokom proteklih deset godina osnivanjem četiri nova preduzeća i kupovinom većinskog paketa akcija dva preduzeća na Beogradskoj berzi. Metalac tako prerasta u akcionarsko društvo Metalac a.d. organizovano u holding sa svojih 12 zavisnih društava i to: Metalac Posuđe d.o.o., Metalac Inko d.o.o., Metalac Bojler d.o.o., Metalac Print d.o.o., Metalac Market d.o.o., Metalac-Trade d.o.o. i Proleter a.d. iz Gornjeg Milanovca, Metalac-Metalurgija a.d. iz Novog Sada, Metpor d.o.o. iz Beograda, Metrot d.o.o. iz Moskve, Metalac Market Podgorica d.o.o. iz Podgorice, Promo-Metal d.o.o. iz Zagreba.

Više od 15 godina Metalac ima konzistentan upravljački tim čiji rezultati stalno potvrđuju dve osnovne vrednosti: vizionarstvo i preduzimljivost.

2.8.2. Istorijat

„Metalac“ je osnovan 1959. godine sa sedištem u Gornjem Milanovcu. Na samom početku kratko se bavio limarijom i bravarijom da bi se već naredne godine susreo sa tehnologijom emajliranja i proizvodnjom posuđa, po čemu će postati poznat širom tadašnje Jugoslavije koja je imala 20 miliona stanovnika. Sredinom šezdesetih čine se veliki napor na afirmaciji preduzeća kao sigurnog proizvođača emajliranog posuđa. Sedamdesete su bile posvećene ulaganju u strateško prilagođavanje, naročito u automatizaciju proizvodnje. „Metalac“ postaje sve konkurentniji proizvođač posuđa. Počinje da izvozi u evropske zemlje što je jedan od odlučujućih koraka i veliki podsticaj daljem razvoju firme. Sve do kraja osamdesetih preduzeće je orijentisano na proizvodnju emajliranog posuđa. U poslednjoj deceniji 20. veka, u vrlo teškom i nesrećnom vremenu ekonomske krize, ratova i sankcija - rukovodstvo „Metalca“ sa serijom vizionarskih odluka pravi preokret u razvoju preduzeća. To su odluke zahvaljujući kojima sledi modernizacija fabrike, novi proizvodni program, uvođenje standarda kvaliteta, vlasnička transformacija. Izvozna orijentacija postaje merilo svih razmišljanja. Od 1990. do 1996. godine modernizovana je tehnologija za proizvodnju emajliranog posuđa u čemu „Metalac“ postaje jedan od najkvalitetnijih proizvođača u Evropi. Zatim je započet proces vlasničke transformacije. Rejting „Metalca“ u zemljama Evropske Unije doveden je na vrlo visok nivo. Zatim je završena svojinska transformacija. Sada je „Metalac“ je privatno preduzeće u vlasništvu akcionara. Decenija intenzivnog investicionog razvoja, tokom koje je investirano više od 25 miliona eura, krunisana je 2002. godine izgradnjom modernog Poslovnog centra. Uveden je novi informacioni sistem. Početkom 2006. godine Metalac prelazi na holding organizaciju u nameri da u zreloj fazi razvoja unapredi svoj funkcionalni i preduzetnički aspekt i da šansu mladim kadrovima. Kompanija uključuje 12 preduzeća. Metalac Holding je tako u 2008. godinu ušao sa četiri proizvodna i sedam trgovačkih društava, specijalizovanim lancem od 55 prodavnica za kućne potrebe širom Srbije, lancem od 33 lokalnih prodavnica u opštini Gornji Milanovac. Korporativni biznis je i dalje proizvodnja posuđa koja donosi oko 40% ukupnog prihoda. Tržište se proširilo na oko 25 zemalja uključujući USA i Australiju. Ukupan prihod u 2007. godini dostigao je 71 milion eura, izvoz 18 miliona i dobit 5,5 miliona. Definisana je strategija razvoja do 2012. godine.

U vlasničkoj strukturi Metalca a.d. fizička lica učestvuju sa 70 odsto a pravna lica sa 30%. Učešće stranih lica i investicionih fondova u ukupnom akcijskom kapitalu je 25%. Akcijama

Metalca a.d. se kontinuirano trguje na Beogradskoj berzi, a berzanski analitičari ocenjuju da je reč o jednoj od najzdravijih srpskih kompanija.⁶⁰

2.8.3. Analiza fundamentalnih pokazatelja, vlasničke strukture i tehničke analize

Tržišna kapitalizacija se računa kao proizvod broja emitovanih akcija i cene akcije na berzi. Dakle, predstavlja ukupnu tržišnu vrednost svih izdatih akcija kompanije, odnosno pokazuje koliko tržište vrednuje kompaniju. Ovaj pokazatelj menja se svakog dana kao i cena akcija. Konkretno za ovu akciju „Metalac“ iznosi 3.113.040.000. Sledeći pokazatelj je zarada po akciji, koji zapravo govori o tome koliko je kompanija profitabilna i iznosi 168,23. Zatim, cenovni multiplikator i računa se kao odnos tržišne cene po akciji i zarade po akciji (EPS) a pokazuje koliko su investitori spremni da plate na jedan dinar (euro, dolar) zarade. U ovom primeru iznosi 18,14 što znači da je investitor spreman da plati RSD18,14 na RSD1 zarade koji kompanija ostvari. Zatim sledi P/B ratio koji predstavlja odnos tržišne cene i knjigovodstvene vrednosti akcije. Nizak P/B ratio može značiti da je akcija podcenjena, što nije problem u ovom slučaju jer to je samo realan odnos kretanja trenutno na našem tržištu. Preposlednji pokazatelj ROA računa se kao odnos neto profita i akcionarskog kapitala a predstavlja prinos na kapital, odnosno prinos od uloženog sopstvenog kapitala. U ovom primeru iznosi oko 7,27% što pokazuje koliko je kompanija ostvarila profita u poslednja četiri kvartala u odnosu na uloženi kapital akcionara.

Tržišni koeficijenti	
	2008
Tržišna kapitalizacija=Broj akcija x cena na berzi	3.113.040.000
EPS=Neto profit/Prosečan broj akcija	168,23
PE=Trenutna cena/EPS	18,14
PB=Tržišna cena/knjigovodstvena cena	1,32
ROE=Dobit/kapital	7,27

Tabela br. 7.22.

Vlasnička struktura kompanije „Metalac“ predstavlja suštu suprotnost strukturi svih kompanija u ovoj grupi, deset najlikvidnijih. Naime, najvećeg udela imaju fizička lica sa čak neverovatnih 58%, dok je udeo pravnih lica čak tri puta manji i iznosi oko 19%, od čega se 3% odnosi na Delta Generali osiguranje AD. Na zbirne račune odnosi se oko 22%.

⁶⁰ Izvor: www.metalac.com – zvanični sajt kompanije Metalac holding

Emitent: **METALAC AD GORNJI MILANOVAC - 07177984**
 Aktivni ISIN-i (CFI): **RSMETAE71629 (ESVUFR)**

Tip lica	Broj akcija	% od ukupne emisije
Akcije u vlasništvu fizičkih lica	597,653	58.59343
Akcije u vlasništvu pravnih lica	198,759	19.48618
Društveni kapital	0	0.00000
Zbirni (kastodi) račun	223,588	21.92039
Konzorcijum	0	0.00000
Ukupno:	1,020,000	100

Akcijski kapital iskazan na nivou emitenta



Slika br. 7.22.

Izvor: www.crhov.co.yu

Vrednost akcija kompanije Metalac iz Gornjeg Milanovca na dan 25.09. je 3.052 din. čime je ostvaren pad od 0,26%, što se može i zaključiti na osnovu toga što je cena na dan otvaranja bila samo 3.050 din. najniža cena u periodu od 52 nedelje bila je u martu 1.200 din.

Dnevni podaci 25.09.2009.	
Cena	3.052
Promena	-0,26% -8 RSD
Obim	270
Promet	824.100
Cena otvaranja	3.050
Najviša dnevna cena	3.080
Najniža dnevna cena	3.050

Tabela br. 7.23.

52 nedelje	
Najviša cena	Najniža cena
3.150	1.200
21.09.2009.	11.03.2009.
Istorijski	
Najviša cena	Najniža cena
6.505	140
17.04.2007.	04.04.2002.

Tabela br. 7.24.

Kretanje kompanije „Metalac“ za period od šest meseci, odlikuje se niskim vrednostima krajem marta i u aprilu, da bi negde u maju došlo može se reći ne preterano naglog porasta a zatim sledi period nepotpuno konstantnog kretanja, dakle primetne su blaže varijacije u periodu od početka juna do polovine avgusta kada kreće uspon pri najvišoj tački dana 21. septembra kada beleži vrednost od 3.119 din. Već sledećeg dana sledi blaži pad koji traje već šesti dan.

MTLC - Metalac a.d. , Gornji Milanovac



Slika br. 7.23.

Izvor: www.belex.rs

2.9. „Metals Banka“

2.9.1. O banci

„Metals - Banka“ AD Novi Sad je osnovana 1990. godine, a nakon preuzimanja DTD BANKE 2001. godine i DDOR BANKE 2005. godine, danas zauzima značajno mesto u bankarskom sistemu Srbije. „Metals - Banka“ AD Novi Sad je registrovana za obavljanje svih vrsta deviznih poslova, uključujući i kreditne odnose sa inostranstvom – ima tzv „Veliko ovlašćenje“. Platni promet sa inostranstvom Banka obavlja sa preko 140 korespondentskih banaka, najčešće preko Deutsche Bank AG Frankfurt, Commerzbank Frankfurt i American Express Bank New York.

Banka obavlja depozitne, kreditne, devizne, devizno-valutne i menjačke poslove, poslove izdavanja hartija od vrednosti, novčanih kartica (emisioni poslovi), depo poslove, kupovinu i prodaju hartija od vrednosti, garancijske poslove, poslove platnog prometa, posredovanja i trgovinu hartijama od vrednosti, kupovinu i naplatu potraživanja, brokersko-dilerske poslove, kao i pružanje drugih finansijskih usluga.

U julu 2006. godine, EBRD i „Metals - Banka“ AD Novi Sad su potpisali Ugovor o kreditnoj liniji koja je namenjena kreditiranju MSP i Ugovor o garancijama za finansiranje poslovanja. Čitav projekat je podržan pružanjem konsultantskih i savetodavnih usluga koje finansira poseban fond koji podržava Evropska agencija za obnovu. Od polovine 2007. godine, „Metals - Banka“ AD Novi Sad sarađuje sa 2 investiciona fonda: *Fima Proactiv* i *Focus Premium*. Saradnja se ogleda u ponudi investicionih jedinica ovih fondova u okviru mreže poslovnih jedinica Banke.

„Metals - Banka“ AD Novi Sad je ovlašćeni agent u poslovima posredovanja u prodaji polisa osiguranja, tako da se na šalterima Banke mogu zaključiti polise životnog osiguranja DDOR Novi Sad a.d.o., a u novembru 2007. godine, Banka je stekla licencu za kastodi poslove. Odlukom Skupštine akcionara „Metals - Banka“ AD Novi Sad, od 01.07.2009. godine, sa uspehom je realizovana XXV emsija običnih akcija čime je Autonomna Pokrajina Vojvodina, sa vlasničkim udelom od 61.87% stekla status većinskog vlasnika METALS-BANKE AD Novi Sad. U narednom periodu, „Metals - Banka“ AD Novi Sad će akcenat svog poslovanja staviti na pružanje podrške razvojnim projektima, a poslovna mreža od 110 organizacionih jedinica širom Srbije garantuje brzinu, neposrednost i efikasnost u pružanju usluga klijentima.⁶¹

⁶¹ Izvor: www.metals-banka.rs – zvanični sajt Metals – banke

2.9.2. Analiza fundamentalnih pokazatelja, vlasničke strukture i tehničke analize

Tržišna kapitalizacija se računa kao proizvod broja emitovanih akcija i cene akcije na berzi. Dakle, predstavlja ukupnu tržišnu vrednost svih izdatih akcija kompanije, odnosno pokazuje koliko tržište vrednuje kompaniju. Ovaj pokazatelj menja se svakog dana kao i cena akcija. Konkretno za ovu akciju „Metals Banke“ iznosi 9.563.107.096. Sledeći pokazatelj je zarada po akciji, koji zapravo govori o tome koliko je kompanija profitabilna. Međutim za ovu akciju nema zato što u 2008. god. nije ostvaren neto dobitak već neto gubitak od 4.062.152.000. Zatim, cenovni multiplikator i računa se kao odnos tržišne cene po akciji i zarade po akciji (EPS) a pokazuje koliko su investitori spremni da plate na jedan dinar (euro, dolar) zarade. U ovom primeru ovog pokazatelja opet nema jer nam zavisi od EPS koji nije izračunat zbog gubitka u prethodnoj godini. Zatim sledi P/B ratio koji predstavlja odnos tržišne cene i knjigovodstvene vrednosti akcije. Nizak P/B ratio može značiti da je akcija podcenjena, što nije problem u ovom slučaju jer to je samo realan odnos kretanja trenutno na našem tržištu. Pretposlednji pokazatelj ROA računa se kao odnos neto profita i akcionarskog kapitala a predstavlja prinos na kapital, odnosno prinos od uloženog sopstvenog kapitala. U ovom primeru iznosi oko -105,26% što pokazuje koliko je kompanija ostvarila profita u poslednja četiri kvartala u odnosu na uloženi kapital akcionara. Pošto je kompanija ostvarila gubitak onda je logično da će ovaj pokazatelj biti negativan.

Tržišni koeficijenti	
	2008
Tržišna kapitalizacija=Broj akcija x cena na berzi	9.563.107.096
EPS=Neto profit/Prosečan broj akcija	/
PE=Trenutna cena/EPS	/
PB=Tržišna cena/knjigovodstvena cena	1,25
ROE=Dobit/kapital	-105,26

Tabela br. 7.25.

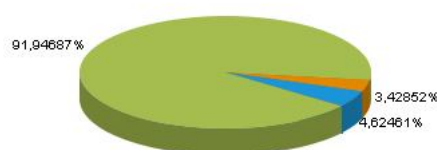
Vlasnička struktura „Metals Banke“ vrlo je slična strukturi „Komercijalne“. Tako se 92% odnosi na pravna lica, s tim da DDOR Novi Sad učestvuje sa 10% dok, oko 3% se odnosi na fizička lica a ostatak na zbirne, kastodi račune. Ovakva struktura je i tipična za bankarski sektor.

Emitent: **METALS BANKA AD NOVI SAD - 08212538**
Aktivni ISIN-i (CFI): **RSMETBE05070 (ESVUF9)**

Tip lica	Broj akcija	% od ukupne emisije
Akcije u vlasništvu fizičkih lica	35,240	3,42852
Akcije u vlasništvu pravnih lica	945,075	91,94687
Društveni kapital	0	0,00000
Zbirni (kastodi) račun	47,534	4,62461
Konzorcijum	0	0,00000
Ukupno:	1,027,849	100

Akcijski kapital iskazan na nivou emitenta

- Vlasništvo fizičkih lica - 3,42852%
- Vlasništvo pravnih lica - 91,94687%
- Zbirni (Kastodi) račun - 4,62461%



Slika br. 7.24.

Izvor: www.crhov.co.yu

Akcije Metals-banke su na posmatrani dan u minusu za oko 2,50%. Cena na otvaranju bila je 9.700 din. dok je prosečna cena u toku dana bila oko 9.300 din. Najniža cena ikada postignuta bila je u aprilu ove godine.

Dnevni podaci 25.09.2009.	
Cena	9.304
Promena	-2,42% -231 RSD
Obim	701
Promet	6.522.385
Cena otvaranja	9.700
Najviša dnevna cena	9.700
Najniža dnevna cena	9.000

Tabela br. 7.26.

52 nedelje	
Najviša cena	Najniža cena
20.500	2.250
26.09.2008.	07.04.2009.
Istorijski	
Najviša cena	Najniža cena
68.979	2.250
04.04.2007.	07.04.2009.

Tabela br. 7.27.

Kretanje za period od šest meseci počelo je tek da se popravlja početkom maja, što je dosta sporiji ritam rasta od vrednosti akcija drugih kompanija u okviru ovog indeksa. Zatim krajem avgusta kretanje karakteriše određeni kontinuitet i ravnomernost (ne baš potpuna u 100% iznsu) da bi usledio nagli porast polovinom septembra koji se završio padom sa skoro 8% u plusu koliko je bilo 24. Septembra na oko 2,50% u minusu koliko je bilo 25. septembra.

MTBN - Metals banka a.d. , Novi Sad



Slika br. 7.25.

Izvor: www.belex.rs

2.10. „Tigar“

2.10.1. O kompaniji

1935. – Osnovan je „Tigar“ kao radionica za proizvodnju gumenih proizvoda i svih vrsta gumene obuće, 1959. – Osnovana je fabrika Autoguma, 1966. – Osnovana je fabrika Tehnička guma, 1972. – Napravljena prva radijalna guma, 1974. – Ugovor o licenci sa firmom BF Goodrich (SAD), 1977. – Osnovana fabrika Unutrašnja autoguma u Babušnici, 1978. – Joint-venture sa firmom BF Goodrich, 1981. – Osnovan je Tigar Americas (SAD), 1988. – Osnovana je fabrika Lepila, 1990. – Osnovan je Tigar Europe (V.Britanija), 1991. –

Transformacija Tigra u akcionarsko društvo, 1995. - Uvođenje standarda ISO 9001, 1996. – Obnovljen ugovor o licenci i komercijalnoj saradnji, 1997. – Joint-venture ugovor Tigar-Michelin North America, 2000. –Obnovljen ugovor o licenci i komercijalnoj saradnji, 2001. – Ugovor o zajedničkom ulaganju Tigra i Michelin group u formiranje zajedničke firme, 2002. – Ugovor o formiranju zajedničke firme Tigar-Michelin-IFC, ugovor o zajmu IFC-Tigar, 2003. – Formiranje zajedničke firme Tigar-Michelin-IFC, organizacija Tigra na korporativnom principu, 2005. – Dodatno investiranje u Tigar MH, usaglašavanje sa standardima EU, emitovanje akcija korporacije i kotacija na Beogradskoj berzi.⁶²

2.10.2. Analiza fundamentalnih pokazatelja, vlasničke strukture i tehničke analize

Tržišna kapitalizacija se računa kao proizvod broja emitovanih akcija i cene akcije na berzi. Dakle, predstavlja ukupnu tržišnu vrednost svih izdatih akcija kompanije, odnosno pokazuje koliko tržište vrednuje kompaniju. Ovaj pokazatelj menja se svakog dana kao i cena akcija. Konkretno za ovu akciju „Tigar“ iznosi 1.677.216.960. Sledeći pokazatelj je zarada po akciji, koji zapravo govori o tome koliko je kompanija profitabilna i iznosi 97,82. Zatim, cenovni multiplikator i računa se kao odnos tržišne cene po akciji i zarade po akciji (EPS) a pokazuje koliko su investitori spremni da plate na jedan dinar (euro, dolar) zarade. U ovom primeru iznosi 9,98 što znači da je investitor spreman da plati RSD9,98 na RSD1 zarade koji kompanija ostvari. Zatim sledi P/B racio koji predstavlja odnos tržišne cene i knjigovodstvene vrednosti akcije. Nizak P/B racio može značiti da je akcija podcenjena, što nije problem u ovom slučaju jer to je samo realan odnos kretanja trenutno na našem tržištu. Pretposlednji pokazatelj ROA računa se kao odnos neto profita i akcionarskog kapitala a predstavlja prinos na kapital, odnosno prinos od uloženog sopstvenog kapitala. U ovom primeru iznosi oko 6,14% što pokazuje koliko je kompanija ostvarila profita u poslednja četiri kvartala u odnosu na uloženi kapital akcionara.

Tržišni koeficijenti	
	2008
Tržišna kapitalizacija=Broj akcija x cena na berzi	1.677.216.960
EPS=Neto profit/Prosečan broj akcija	97,82
PE=Trenutna cena/EPS	9,98
PB=Tržišna cena/knjigovodstvena cena	0,61
ROE=Dobit/kapital	6,14

Tabela br. 7.28.

Vlasnička struktura kompanije „Tigar“ podseća na strukturu Energoprojekta. Naime, fizička lica učestvuju sa oko 29%, što je za 3% manje nego učešće u kapitalu Energoprojekta. 54% se odnosi na vlasništvo pravnih lica od toga imamo učešće Akcijskog Fonda Republike Srbije u iznosu od oko 25% i učešće Republičkog fonda za PIO od 8.73%, dok se ostatak odnosi na zbirne, kastodi račune, što sve ukupno čini 100% kapitala ove kompanije.

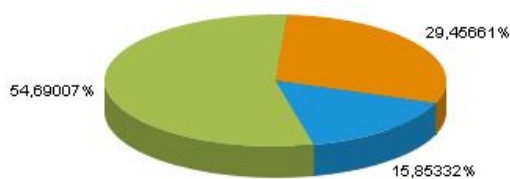
⁶² Izvor: www.tigar.com – zvanični sajt kompanije Tigar

Emitent: **TIGAR A D - 07187769**Aktivni ISIN-i (CFI): **RSTIGRE55421 (ESVUFR)**

Tip lica	Broj akcija	% od ukupne emisije
Akcije u vlasništvu fizičkih lica	506,200	29.45661
Akcije u vlasništvu pravnih lica	939,827	54.69007
Društveni kapital	0	0.00000
Zbirni (kastodi) račun	272,433	15.85332
Konzorcijum	0	0.00000
Ukupno:	1,718,460	100

Aksijski kapital iskazan na nivou emitenta

- Vlasništvo fizičkih lica - 29.45661%
- Vlasništvo pravnih lica - 54.69007%
- Zbirni (Kastodi) račun - 15.85332%



Slika br. 7.26.

Izvor: www.crhov.co.yu

Cena akcija na dan 25.09. bila je 976 din, a cena na otvaranju bila je 975 din. što je rezultiralo blagim porastom od 0,10%. Najniža vrednost u poslednjih 52 nedelje a i istorijski posmatrano bila je kao i kod većine kompanija u martu ove godine kada je iznosila 340 din. (Slika br. 7.30).

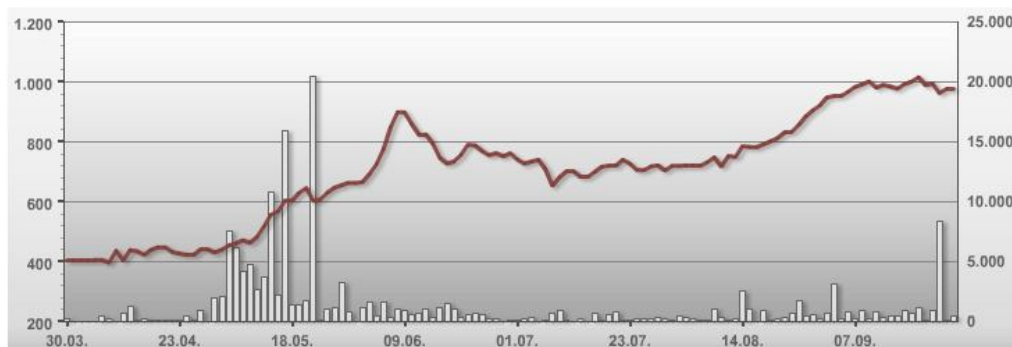
Dnevni podaci 25.09.2009.	
Cena	976
Promena	0,10% 1 RSD
Obim	431
Promet	420.525
Cena otvaranja	975
Najviša dnevna cena	976
Najniža dnevna cena	975

Tabela br. 7.29.

52 nedelje	
Najviša cena	Najniža cena
1.058	340
18.09.2009.	12.03.2009.
Istorijski	
Najviša cena	Najniža cena
3.199	340
17.04.2007.	12.03.2009.

Tabela br. 7.30.

TIGR - Tigar a.d. , Piro



Slika br. 7.27.

Izvor: www.belex.rs

Početak 2009.god. karakteriše pad vrednosti akcija na berzi, što se vidi iz priloženog grafikona, zatim sledi silovito zahuktavanje vrednosti akcija negde u maju, pa blaži pad sve do kraja avgusta kada se vrednosti opet uzdižu, pa je 24. i 25. septembra zabeležen porast od oko 1.50% i nezantnih 0.10%.

ZAKLJUČAK

Kriza koja se trenutno dešava u Americi vrlo je slična situaciji koja je bila u Japanu devedesetih godina. U Japanu je kao i sada došlo do velikog pada cena nekretnina i tržišta kapitala, što je dovelo do problema na tržištu hipotekarnih kredita, i na kraju do deflacije svih oblika imovine. Osnovna razlika u odnosu na sadašnju situaciju je u tome što se kriza iz Amerike prenela na ceo svet, dok je japanska kriza pogodila samo Japan, pa trenutni problemi finansijskih derivata nije bilo u japanskoj krizi. Ono što su japanska vlada i Centralna banka uradili kako bi zaustavili deflaciju, bilo je snižavanje kamatnih stopa na nulu. Nažalost sve navedene mere nisu bile dovoljne, pa Japan i dan danas nije izašao iz deflatorne spirale

Većina mera koje američka Vlada i FED trenutno sprovode neodoljivo podsećaju na mere Japana, i sve su usmerene na zaustavljanje deflacije. Najveća razlika između ove dve krize je u tome što su japanski investitori u vremenu krize imali mogućnost da svoj novac investiraju bilo gde u svetu, dok danas ne postoji na svetu tržište kapitala ili oblik imovine koji nije pogođen deflacijom.

Druga važna razlika je u potrošačkom mentalitetu ljudi, amerikanci su navikli na veliku potrošnju (život iznad svojih mogućnosti) kroz dugi niz godina, dok japanci nisu i u vremenu krize su se suzdržavali od potrošnje, što je i produbilo deflatornu spiralu.

Treća važna razlika je u tome što je američki dolar svetska valuta, navedene mere SAD-a bi trebale da dovedu do značajnog povećanja dolara u opticaju.

Treba znati i to da je u vreme krize kapital ograničen i logično je pretpostaviti da će kapital ići tamo gde je rizik manji, tek kada se ostvari stabilizacija, i povratak poverenja u finansijska tržišta prvo će se ostvariti značajniji rast na tržištima kapitala na najrazvijenijim tržištima (SAD, EU, Japan), a tek nakon toga može se očekivati povratak stranog kapitala i u Srbiju u još većoj meri. U slučaju nemogućnosti zaduživanja na međunarodnom finansijskom tržištu, država će se finansirati iz rezervi domaćih banaka, na ovaj način će se smanjiti deo sredstava namenjenih privredi i stanovništvu, što će rezultirati dodatnim usporavanjem aktivnosti aktivnosti u zemlji.

Međutim, u poslednjih par dana Amerika najavljuje završetak ekonomske krize do kraja 2009. god. a oporavak tek krajem 2010. god. ali treba imati u vidu da je ekonomska kriza počela 2007. god. a u Evropu i Srbiju došla tek krajem 2008. god., postavlja se pitanje, da li će toliko vremena trebati da prođe da bi se na našim tržištima osetio trajniji boljitak. Odgovor na ova i mnoga druga pitanja leži u brzini sprovođenja programa oporavka koji će primeniti SAD.

Iz samog izlaganja vezanog za napred navedene kompanije i njihovih uvodnih delova o svakoj ponaosob, može se uočiti veoma duga tradicija postojanja i uspešnost poslovanja u ponekad na izgled nemogućim uslovima na tržištu koje je u dužem vremenskom periodu karakterisala nestabilnost, inflacija, izolovanost. Međutim, kompanije su ipak uspele da se izbore sa svim nepravilnostima kojima je tržište bilo i jos uvek je obasuto već duži niz godina.

Što se tiče vlasničke strukture za napred navedene kompanije kod većine najveće učešće u vlasničkoj strukturi imaju pravna lica, zatim na drugom mestu fizička lica a ostatak sredstava se nalazi na zbirnim (kastodi) računima. Razlika između pojedinih kompanija je uglavnom u nekoliko procenata u korist pravnih ili fizičkih lica, jedino je izuzetak kompanija „Metalac“ iz Gornjeg Milanovca gde se čak 58% kapitala odnosi na fizička lica, tako da su pravna lica u manjini. Takođe, u pogledu fundamentalnih pokazatelja kretanja su vrlo različita. Tako tržišna kapitalizacija se kreće u intervalu od jedne do dvadeset šest milijardi. Takođe i zarada

po akciji je različita kreće se od 20 pa do par hiljada dinara po akciji. Zatim, pokazatelj, PE kreće se od 5 do 100, koliko dinara su spremni investitori da plate na jedan dinar zarade. Zatim ratio Price to Book kod polovine uzetih kompanija ne prelazi vrednost 1 ali to ne znači da se radi o potcenjivanju kompanija već samo o tome da se radi o za nijansu slabijim kompanijama nego drugih pet uzetih za primer. Poslednji pokazatelj ROE pokazuje prinos na kapital i kod svih kompanija je vrednost pozitivna osim kod „Metals-banke“ koja je za period 2008. god. imala ostvaren gubitak, pa je iznos negativan.

Što se tiče kretanja na Beogradskoj berzi, zajedničko za sve kompanije su negativna kretanja u martu, koja su se prenela kako iz prethodna dva meseca tako i iz 2008. god. a posledica su recesije i krize koja je pogodila mnoge svetske i dosta moćnije države nego što je naša. Oporavak kompanija na Beogradskoj berzi vidan je tek u mesecu septembru, kada se i očekuje oporavak svetske ekonomije i izlazak iz zone recesije koja je pogodila SAD koje su zapravo i nosilac svetske privrede i imaju ogroman uticaj na zemlje Zapadne Evrope, Japan, Kinu i druge.

Na samom kraju treba napomenuti da se u prethodnih par odeljaka ne radi o prostom poređenju kompanija, jer kompanije uzete za primer pripadaju različitim granskim sektorima u kojima vladaju različiti stepeni razvijenosti, te se stoga nikako ne mogu međusobno porediti. Pa tako čak i u okviru iste grane, postoje različiti stepeni razvijenosti, uslovi poslovanja kao i različit stepen nepravilnosti kojima su pojedine kompanije izložene. Tako da je osnovni cilj bio da se samo pomenu uopštena kretanja koja deluju i koja su zajednička za ove kompanije, a koja vladaju trenutno na finansijskom tržištu u Srbiji.

LITERATURA:

1. Čirović M., „Finansijska tržišta“, Beograd 2007. god.
2. Erić D., „Finansijska tržišta i instrumenti“, Beograd, 2003. god.
3. Hadžić M., „Bankarstvo“, Beograd, 2007. god.
4. Šoškić D., „Hartije od vrednosti – upravljanje portfoliom i investicioni fondovi“, Beograd 2009. god.
5. Štimac M., „Osnove berzanskog poslovanja“, Beograd, 2005.
6. Živković A., „Berzanski i bankarski menadžment“, Beograd 2002. god.

NOVINSKI ČLANCI:

1. Dnevni list „Politika“, period, mart – septembar 2009. god.
2. Dnevni list „Večernje novosti“, period, mart – septembar 2009. god.

WEB ADRESE:

1. www.agrobanka.rs
2. www.aikbanka.co.yu
3. www.belx.rs
4. www.crhov.co.yu
5. www.emagazin.co.yu
6. www.energoprojekt.co.yu
7. www.imlek.rs
8. www.kombank.com
9. www.metalac.com
10. www.metals-banka.rs
11. www.mfin.sr.gov.yu
12. www.nbs.yu
13. www.sec.gov.rs
14. www.sfera-station.com
15. www.sojaprotein.com
16. www.srbportfolio.com
17. www.tigar.com
18. www.ubbad.rs
19. www.vesti.rs