

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

ANALIZA BANČNIH DELNIC NA BEOGRAJSKI BORZI

Ljubljana, junij 2007

TILEN ŠARLAH

IZJAVA

Študent Tilen Šarlah izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom doc. dr. Aleksandre Gregorič, in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 13. junija 2007

Podpis: _____

KAZALO

1. UVOD	1
2. RAZLOGI ZA INVESTIRANJE V DELNICE NA BEOGRAJSKI BORZI.....	1
2.1. INVESTIRANJE V TUJE DELNICE	2
2.2. TVEGANJE PORTFELJA	3
2.3. DIVERZIFIKACIJA PORTFELJA	4
3. RAZVITI IN PORAJAJOČI SE TRGI KAPITALA	4
4. TVEGANJA NA PORAJAJOČIH SE TRGIH KAPITALA.....	6
4.1. DEŽELNO IN POLITIČNO TVEGANJE	7
4.2. VALUTNO TVEGANJE	8
4.3. TRANSAKCIJSKO TVEGANJE	8
4.4. EKONOMSKO TVEGANJE	9
4.5. PRETVORBENO TVEGANJE	9
4.6. LIKVIDNOSTNO TVEGANJE	9
5. SRBSKI KAPITALSKI TRG.....	10
5.1. OPIS EKONOMSKEGA OKOLJA – SRBIJA	11
6. BEOGRAJSKA BORZA.....	12
6.1. ZAKONSKA OSNOVA	13
6.2. ORGANI BEOGRAJSKE BORZE	13
6.3. ČLANI BEOGRAJSKE BORZE IN SLOVENSKA PRISOTNOST	13
6.4. ORGANIZIRANOST BORZNEGA TRGA	14
6.5. BELEX15	14
6.6. DELNICE V INDEKSU BELEX15	15
6.7. INDEKS SRX	15
7. KRATEK PREGLED SRBSKEGA BANČNEGA TRGA.....	16
8. ZNAČILNOST BANK	18
8.1. DESET NAJVEČJIH BANK PO KAPITALU	18
8.2. DESET NAJVEČJIH BANK PO AKTIVI	19
8.3. DESET NAJVEČJIH BANK PO DOBIČKU	19
8.4. ORGANIZACIJSKA STRUKTURA BANK	20
9. BANČNE DELNICE NA BORZI.....	21
9.1. AGROBANKA	21
9.2. JUBMES BANKA	23
9.3. METALS BANKA	24
9.4. PRIVREDNA BANKA	26
9.5. UNIVERZAL BANKA	27
9.6. AIK BANKA	28
10. ANALIZA DELNIC	30
10.1. TEHNIČNA ANALIZA DELNIC	30
10.2. TEMELJNA ANALIZA	32
10.3. IZRAČUN KAZALCEV POSLOVANJA	33
11. PRIMERJAVA KAZALCEV BANK	37
12. OBRAZLOŽITEV REZULTATOV ANALIZE	38
13. SKLEP.....	39
LITERATURA.....	41
VIRI	42

1. Uvod

Balkanska regija je bila ena bolj donosnih regij za investitorjev v vrednostne papirje v zadnjih letih. Zaradi velikih donosov in še večjega potenciala se je tudi vse več slovenskih vlagateljev odločilo oplemenititi svoje prihranke prav v državah nekdanje Jugoslavije. Med bolj donosnimi in med Slovenci zaželenimi trgi se na prvem mestu pojavlja srbski trg vrednostnih papirjev, oziroma vlaganje na beograjsko borzo.

Za vlagatelje je pomembnejši izbor prave države v pravem trenutku, kakor izbor prave delnice znotraj posamezne države. Slednje zagotovo velja za balkanske delniške trge, kjer je prisotno veliko špekulativnega denarja, ki se seli iz trga na trg. To selitev pa pogosto v borznem žargonu imenujemo tudi žetev. Ko začnejo rasti vrednosti posameznih delnic, pogosto »evforija« zajame celoten trg (seveda pa bodo vedno obstajale precejšnje razlike med najhitreje in najpočasneje rastočimi delnicami). Tako lahko vlagatelji s spremembo deležev naložb v posamezni državi dejansko lovijo lokalne trende. Takšna strategija investiranja se je tudi izkazala za zelo donosno v letošnjem letu na Balkanu. Seveda pa je trge potrebno dobro razumeti, če hočemo pravilno predvideti prihodnje rasti posamezne države. V mojem diplomskem delu sem poskušal tudi prikazati, kako lahko le nekaj delnic beograjske borze za sabo potegne gibanje celotnega trga. Srbski borzni trg je bil v zadnjem času med zmagovalci v balkanski regiji, saj je vlagatelje nagradil z velikimi donosi.

Moje diplomsko delo je razdeljeno na tri sklope, ki se med seboj povezujejo in dopolnjujejo. Prvi del zavzema razloge za investiranje na balkanske trge, tveganja, ki se pri tem pojavljajo in načine zniževanja tveganj. Posebno poglavje je namenjeno tudi predstavitvi razvijajočih se trgov in tveganj na njih.

Drugi del zavzema predstavitev beograjske borze, trgovanje z delnicami na njej, posebnosti, tveganja in probleme pri trgovanju z vrednostnimi papirji.

V tretjem delu pa sem predstavil tudi banke, ki kotirajo na tamkajšnji borzi. Primerjal sem jih med sabo po različnih kriterijih, analizo pa sem razširil tudi na nekatere ostale primerljive banke v regiji, da bo analiza preglednejša in popolnejša. Usmeril sem se tudi na gibanje bančnih delnic, promet, likvidnost, nevarnost in priložnosti za vlagatelje.

2. Razlogi za investiranje v delnice na beograjski borzi

Donosi delnic podjetij, ki kotirajo na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev (LJSE) so se v zadnjih letih zmanjševali (razen leta 2006 in v začetku leta 2007). To je normalen pojav, ki sledi preobrazbi in ureditvi trga kapitala v tranzicijskih državah. Likvidnost in transparentnost se povečata, poveča se tudi asimetrija informacij, medtem ko se zmanjša dostopnost informacij, kar je eden od temeljnih faktorjev za doseganje nadpovprečnih zaslužkov. Tako se je v zadnjih letih pojavila težnja po

investiranju na trge bivše Jugoslavije oziroma v tiste države, ki so v samem procesu prestrukturiranja domačega gospodarstva. Privatizacija državnih podjetij, prodaja podjetij tujim investitorjem, odpiranje državnih meja in s tem širjenje domačega tržišča in proizvodnje izven državnih meja so glavna vodila za nadpovprečno višanje tečaja delnic posameznih podjetij, pa tudi borznih indeksov. Med glavnimi trgi je bil tako tudi beograjski »borzni parket«, ki je z donosi navduševal zadnja leta. Seveda niso samo pretekli donosi razlog za investiranje na ta trg, ampak tudi sam potencial, ki ga ima beograjska borza. To je tudi glavni razlog za investiranje v srbske delnice.

2.1. Investiranje v tuje delnice

Vrsta vlagateljev napačno meni, da je cilj investiranja v tuje delnice samo maksimiranje donosa oziroma rast premoženja. Razlog gre iskati tudi drugje. Cilj vlaganja v tuje vrednostne papirje tako ne sme biti maksimiranje donosa, ampak doseganje največje pričakovane donosnosti pri sprejemanju za vlagatelja ustrezne ravni tveganja. V primeru, da obstajajo samo tvegani vrednostni papirji, bi vsak investitor izbral tisto (racionalno) kombinacijo med tveganjem in donosnostjo, ki mu pomeni največjo koristnost potrošnje (Mramor, 2002, str. 63).

Vlagatelj lahko takšen cilj doseže že s tem, ko (Mramor, 2002, str. 50):

- razporedi premoženje na različne naložbene skupine v zanj ustrezne deleže (strateška razporeditev premoženja);
- premoženje, ki ga je namenil posamezni naložbeni skupini, vloži v različne vrednostne papirje v tej naložbeni skupini (razpršitev premoženja na posamezne naložbe).

V zadnjem času je moč zaslediti različna mnenja o investiranju v tuje delnice. Precej jih je v nasprotju s prakso in s splošno sprejeto finančno teorijo. Delnice so za razliko od splošnega mnenja finančni instrument, ki je namenjen tudi širši množici in ne le izbranim strokovnjakom, kot trdi večina. Seveda pod pogojem, da je investitor seznanjen z osnovnimi značilnostmi vrednostnih papirjev in načini zmanjševanja tveganja in/ali, da v vrednostne papirje vlaga s pomočjo dobro poučenega strokovnjaka oziroma finančnega svetovalca (Kleindienst, 2001, str. 403).

Argumentov, da v tuje delnice vlagajo le strokovnjaki oziroma bolje poučeni investitorji je kar nekaj. Eden od njih je, da tuje delnice oziroma izdajatelje ljudje poznajo slabše kot domače. Res je, da naj bi vlagali v delnice oziroma podjetja, ki so nam poznana, vendar to ne pomeni, da jih mora investitor poznati do obisti. Več kot dovolj je, da pozorno preuči njihovo letno poročilo in se pred dokončno odločitvijo posvetuje u usposobljenim borznim posrednikom ali podobno osebo (Kleindienst, 2001, str. 403).

Zagovorniki teze, da je investiranje v tuje vrednostne papirje tvegano početje, to utemeljujejo tudi s tem, da z nakupom delnic na tujih trgih investitor prevzame različna tveganja, med katerimi je tudi valutno.

Slednje pomeni tveganje spremembe tečaja domače valute v primerjavi z valutami dežel, kjer investitor vlaga svoje finančne presežke.

2.2. Tveganje portfelja

Ključni element, ki se pojavlja pri vrednotenju vrednostnih papirjev v razmerah negotovosti, je tveganje. Investitor seveda pri vlaganju v vrednostne papirje prevzema določeno tveganje, ki je lahko majhno ali veliko, oziroma tveganje, da denarni zneski, ki mu jih bodo naložbe prinašale, ne bodo takšni, kot jih je pričakoval.

Ali bo donosnost vrednostnega papirja enaka pričakovani donosnosti, je odvisna od dveh vrst dejavnikov. Prvo se nanaša na splošno makroekonomsko okolje oziroma splošno ekonomsko okolje in situacije v kateri se le-to nahaja. Sem štejemo obrestno mero, inflacijo, menjalne tečaje, ceno nafte, gospodarske cikle in podobno. Skupno vsem tem dejavnikom je, da jih ni mogoče napovedati z gotovostjo, vendar vsi vplivajo na donosnost naložbe. To so dejavniki tveganja, ki jim je izpostavljeno celotno gospodarstvo, kar imenujemo **sistematično tveganje** ali tudi **tržno** (angl. market risk, systematic risk, nondiversifiable risk) in se mu je z razpršitvijo mogoče izogniti (Brigham et al., 1999, str. 950).

Poleg tega tveganja oziroma dejavnikov na donosnost naložbe vplivajo tudi dejavniki, kot so stil vodenja, raziskave in razvoj, filozofija podjetja, zadolženost in podobno. Ti dejavniki so specifični za sama podjetja, izpostavljenosti tem dejavnikom pa pravimo **nesistematično tveganje** (angl. nonsystematic risk, unique risk, firm-specific risk, diversifiable risk), za katerega je značilno, da se z razpršitvijo močno zmanjša ali celo odpravi (Brigham et al., 1999, str. 950).

Z razpršenim portfeljem delnic dosežemo, da na naš portfelj vplivajo skupni dejavniki in seštevek specifičnih vplivov, ki pa so med seboj različni. Statistično gledano so ti vplivi med seboj neodvisni; nekatere delnice prispevajo pozitivne, nekatere pa negativne vplive na celoten portfelj. Rezultat tega je premoženje, ki je v celoti manj tvegano kot posamezna delnica (Bodie et al., 1999, str. 202).

Načinov, kako izoblikovati svoj portfelj naložb, obstaja več. Eden najustreznejših, ki se pojavlja v praksi, je t.i. model strateške alokacije sredstev. Ta model v prvi fazi predvideva strateško alokacijo sredstev med različne naložbe. V drugi fazi sledi taktična alokacija sredstev, ko se znotraj delniškega portfelja oblikuje temeljni in bolj tvegan del portfelja, medtem ko se v zadnji fazi izbere še potencialne zanimive panožne skupine in konkretne naložbe. Pri alokaciji premoženja vedno tehtamo med potencialnim donosom na eni in tveganjem na drugi strani (Bodie, 1992, str. 485).

2.3. Diverzifikacija portfelja

Vlagatelj lahko svoje premoženje razprši tudi tako, da ga investira v delnice na različnih kapitalskih trgih. S tem se bo zmanjšalo njegovo tveganje, ne da bi se zmanjšala njegova pričakovana donosnost. Delnice na različnih trgih kapitala v posameznih obdobjih namreč prinašajo različno donosnost. Dolgoročno vlagatelj z razpršitvijo premoženja v delnice na različnih trgih kapitala odpravi pomemben del tveganja, zato naj bi zasebni investitorji v delnice vlagali izključno dolgoročno. Donosnost delnic na posameznih trgih kapitala se bo na dolgi rok pomembno razlikovala predvsem zato, ker na posamezne ekonomije, še zlasti na večja gospodarska območja v različnih obdobjih, vplivajo tehnični dejavniki in ker so gospodarstva v različnih fazah poslovnega cikla (Kleindienst, 2001, str. 400).

Najpomembnejši motiv tujih portfeljskih naložb so razlike med pričakovanimi domačimi in tujimi donosi na vložena sredstva pri določenem tveganju. Tuji vlagatelj želi z diverzifikacijo svojih sredstev doseči enak donos pri nižjem tveganju, oziroma višji donos ob enakem tveganju. Vlagatelj doseže večjo diverzifikacijo z investiranjem svojih sredstev v tuje države. Na ta način namreč zniža nesistematično tveganje svojega portfelja. Nesistematično oziroma specifično tveganje je tisto, ki je vezano na konkretno podjetje. Zajema specifičnost določenega podjetja, od proizvodnega procesa do sposobnosti posloводства. Empirične raziskave na razvitih finančnih trgih so pokazale, da že 12 od 20 različnih delnic v portfelju lahko uspešno zmanjša tveganje investitorjevega portfelja. Pri tem imajo pomembno vlogo, kot gostitelji portfeljskih naložb, tudi porajajoči se trgi kapitala (angl. emerging markets) (Dimovski, 1996, str. 63).

3. Razviti in porajajoči se trgi kapitala

Kapitalske trge lahko razvrstimo na dve osnovni skupini: razvite in porajajoče se trge (angl. emerging markets). Za slednje se med poznavalci finančnih trgov pojavlja tudi beseda vzhajajoči trgi. Vlagatelji morajo pred vstopom na te trge najprej razmisliti, kolikšen del portfelja bodo namenili za naložbe na te trge, oziroma razmisliti morajo, koliko denarja bodo namenili za naložbe na razvitih kapitalskih trgih in koliko denarja bodo investirali na porajajoče se trge oziroma perspektivne kapitalske trge (Odlazek, 2004)

Glavni osnovi za delitev trgov na razvite in porajajoče se trge sta njihova velikost ter stopnja razvoja gospodarstva, kjer delujejo tuji trgi. International Financial Corporation, ki deluje v sklopu Svetovne banke, opredeljuje porajajoče se trge kot trge, na katerih velja samo eno izmed naslednjih dveh meril (Veselinovič, 2005, str. 2):

- razmerje med tržno kapitalizacijo trga, ki je dostopna portfeljskim investitorjem (angl. investable holdings), in bruto družbenim proizvodom gospodarstva, kjer je trg, je tri zaporedna leta občutneje nižje kot povprečje na razvitih trgih kapitala,

- trg deluje v gospodarstvu, katerega bruto domači proizvod na prebivalca leta 1997 ni presegel 9.656 ameriških dolarjev.

Za razvite trge so značilni veliko število tržnih udeležencev (tako vlagateljev kot tudi izdajateljev vrednostnih papirjev), odlično razvita tehnološka in regulativna infrastruktura trga, zelo dobra razpoložljivost in pretok informacij, pa tudi visoka odprtost za tuje tržne udeležence (tako vlagatelje kot tudi izdajatelje). Za te trge je značilno tudi to, da so vsaj zmerno učinkoviti, kar pomeni, da tečaji delnic na njih vsaj večino časa zadovoljivo odražajo njihove dejanske vrednosti (Kleindienst, 2001, str. 409).

Porajajoči se trgi, kamor spada tudi beograjski borzni trg, pa tudi ostali trgi jugovzhodne in srednje Evrope, se od razvitih razlikujejo po več pomembnih značilnostih. Medtem ko so naložbe na razvitih trgih vlagateljem dostopne brez omejitev, za večino porajajočih se trgov ta ugotovitev ne velja. Za porajajoče se trge je na splošno značilna manjša operativna in tudi siceršnja učinkovitost. Sodijo med šibko učinkovite, kar pomeni, da lahko tečaj določene delnice ali skupine finančnih naložb dalj časa občutneje odstopa od njihove realne vrednosti oziroma notranje vrednosti (angl. intrinsic value). Dobro obveščen investitorji lahko to obrnejo sebi v prid in dosežejo presežno donosnost portfelja, oziroma premagajo trg. Na razvitih trgih je to seveda precej težje doseči, k čemur v veliki meri pripomore tudi učinkovito kroženje informacij (Odlazek, 2004).

Vlaganje na razvijajoče se trge zahteva od vlagatelja še posebno strokovno podkovanost, strpnost in močno srce, saj lahko tečaji nihajo dnevno s precejšnjimi premiki navzgor in seveda tudi navzdol. Vlagatelj brez potrebnih finančnih znanj in z nezadostnimi izkušnjami lahko tako na teh trgih utрпи precejšnjo izgubo. Investiranje v delnice na razvijajočih se trgih je tako, zlasti za tuje vlagatelje, precej bolj tvegano početje kot na razvitih trgih. Tuji investitorji namreč slabše poznajo razmere na tujih trgih, tveganje pa povečujejo tudi pomanjkljiv nadzor in ureditev, nedosledno izvrševanje in (pre)pogosto spreminjanje, šibkejša zaščita pravic manjšinskih delničarjev, nezadostna preglednost trgov in slabo razvita praksa obvladovanja podjetij (ang. Corporate governance). Ti trgi so povečini tudi plitki (pogosto so celo izrazito nelikvidni), svoje pa dodajo tudi nadpovprečno splošno deželno tveganje držav, v katerih ti trgi delujejo, čezmerno vmešavanje politike v podjetja in v delovanje samega trga. Na razvijajočih se trgih je težko zbrati verodostojne podatke o podjetjih, ker poslovnih rezultatov ne objavljajo redno, oziroma jih sploh ne. Bilančni podatki so sestavljeni na podlagi računovodskih standardov, ki so velikokrat drugačni od naših, zato je dobičke podjetij težje primerjati. Tveganje na teh trgih je zelo visoko, zato mora biti tudi pričakovani donos višji, da takšno tveganje upraviči. Osnovni transakcijski stroški (provizije borz in borznih posrednikov) na porajajočih se trgih so lahko petkrat (tudi desetkrat) višji od stroškov na razvitih trgih. K večjim transakcijskim stroškom prispeva tudi manjša likvidnost teh trgov, zaradi česar se nakup in prodaja delnic lahko neugodno odrazita na spremembi njihovega tečaja (Ljubljanska borza, 2007).

4. Tveganja na porajajočih se trgih kapitala

Investiranje v delnice na porajajočih se trgih kapitala je posebej za tuje vlagatelje precej bolj tvegano, kot vlaganje v delnice na razvitih trgih. Razlogi za to so naslednji (Kleindienst, 2001, str. 410):

- **Politično in deželno (poslovno) tveganje**, katerih trgi se uvrščajo v skupino porajajočih se trgov, je v povprečju precej višje od političnega/deželnega tveganja razvitih tržnih gospodarstev. Vlaganje v delnice na porajajočih se trgih prinaša s seboj tveganja, ki jih vlagatelj razvitih trgov ne pozna. Vlagatelj je lahko namreč izpostavljen tveganju razlastitve premoženja, nacionalizacije, neugodnih večjih sprememb zakonodaje, ki ureja trg vrednostih papirjev, spremembi v davčni politiki, omejitvi pri zamenjavi valut in ostalih sprememb poslovnega okolja, med katere kot najhujša oblika spada celo vojna. Vlagatelj je lahko izpostavljen tudi tveganju nenadnih sprememb v ekonomski politiki.
- Vlagatelj je pri nakupih delnic na porajajočih trgih običajno izpostavljen precejšnjemu oziroma nadpovprečnemu **valutnemu tveganju**. Zaradi večje nestabilnosti teh gospodarstev je v povprečju večja tudi nestabilnost tečajev valut. Največja nevarnost za valutno tveganje na takšnih trgih je visoka stopnja inflacije, ki lahko doseže tudi tisoč odstotkov letno.
- Naslednje tveganje, ki se pojavlja na porajajočih se trgih, je povezano z **informacijami**. Te so bistveno težje dosegljive in manj zanesljive kot na razvitih trgih, pojavlja pa se tudi precejšnja asimetrija informacij na trgu.
- Mogoče celo največji problem teh trgov se pojavlja zaradi njihove majhnosti in plitkosti. Težave povzroča **nizka likvidnost** oziroma v precejšnjih primerih celo nelikvidnosti. Zato obstaja bojazen, da vlagatelj svojih delnic ne bo mogel prodati v želenem roku in po želenih cenah. Če pa bo delnice hotel kupiti v takšnem scenariju, pa bo moral zanje odšteti precej več. Tega tveganja na razvitih trgih ni, oziroma se pojavlja zelo redko in v izrednih razmerah.
- K nadpovprečnemu tveganju investiranja na porajajoče se trge pomembno vplivajo tudi **pomanjkljiv nadzor in zakonodaja**, njuno nedosledno izvrševanje in prepogosto spreminjanje, **nezadostna preglednost trga**, **pomanjkljiv razvoj lokalnih računovodskih standardov**, **slabo razvita praksa obvladovanja in vodenja podjetij** ter čezmerno **vmešavanje politike v podjetja in samo delovanje trga**. K tveganju dostikrat pripomorejo sami izdajatelji vrednostnih papirjev, ki vlagatelje **neustrezno obveščajo** o tistih poslovnih dogodkih, ki lahko pomembno vplivajo na gibanje tečajev delnic in tako omogočajo trgovanje na osnovi notranjih informacij in manipulacij s tečaji. **Zaščita pravic malih delničarjev** je manjša kot na razvitih trgih, k temu pa velikokrat pripomorejo celo vlade držav, ki privilegirajo velike strateške investitorje. Porajajoči se trgi kapitala so v zadnjih letih izpostavljeni tudi vplivom **pretoka kratkoročnega špekulativnega kapitala**, ki lahko tečaje delnic v kratkem roku odločilno premakne navzgor ali navzdol.

Kljub vsem naštetim tveganjem je vlaganje v delnice na porajajočih se trgih pomembno dopolnilo v vsakem portfelju vlagatelja. Razmeroma višja tveganja lahko prinašajo višjo donosnost, ki se je v zadnjih letih pokazala na balkanskih trgih, med katerimi je bil pomembnejši beograjski trg. Višja

donosnost je predvsem posledica nadpovprečnih rasti teh ekonomij v primerjavi z razvitimi trgi. Podjetja na razvijajočih se trgih so zaradi različnih dejavnikov še vedno visoko podcenjena, kar poučeni investitorji seveda dovolj zgodaj opazijo. Zahtevana donosnost na teh trgih je višja kot na razvitih trgih, saj vlagatelj prevzema višje tveganje, ki pa ga je pripravljen sprejeti le, če bo ustrezno nagraden. V nadaljevanju sem naštel in opisal bistvene značilnosti tveganj, ki se pojavljajo na porajajočih se trgih kapitala, kamor med drugimi srbski trg, pa tudi drugi trgi jugovzhodne in vzhodne Evrope.

4.1. Deželno in politično tveganje

Deželno tveganje ali tveganje nalaganja po državah (angl. country risk) združuje širši spekter tveganj, vključujoč politično in ekonomsko tveganje, lahko pa ga opredelimo kot izpostavljanje izgubam v kreditnih poslih s tujino zaradi vpliva ali mešanja države (Prohaska, 2004, str. 193).

Vzroke, ki lahko vplivajo na povečanje deželnega tveganja, razdelimo v tri temeljne skupine (Prohaska, 2004, str. 194):

- politični vzroki: vojna, upor, politični nemiri;
- socialni vzroki: državljanske vojne, neredi, razlike med družbenimi razredi;
- ekonomski vzroki: nizka ali upadajoča stopnja rasti družbenega proizvoda, stavke, povečanje proizvodnih stroškov, znižanje proizvodnih prihodkov.

Deželno tveganje se nanaša na tveganje ne vračila glavnice, oziroma da upnik ne bo dobil plačanih obresti in glavnice, ker bodo zaradi nekkih dogodkov nastale razmere, ki bodo upniku onemogočale odplačevati dolg in plačevati obresti. Lahko se tudi zgodi, da dolžnik zaradi nekkih dogodkov sam preneha odplačevati obveznosti, čeprav bi jih lahko. Nevarnost se ne skriva v sposobnosti ali pripravljenosti dolžnika, ki ni država ali suverena institucija, da servisira dolg, ampak v razmerah v državi, kjer je dolžnik. To tveganje se označuje kot deželno tveganje. Poleg deželnega tveganja velja tukaj omeniti še suvereno tveganje. To je posebna vrsta tveganja, kjer dolžnik ni v isti državi kot upnik. Če je dolžnik tuja država, govorimo o suverenem tveganju. Nekateri avtorji enačijo ti dve tveganji, medtem ko je za druge to povsem neustrezno. Dr. Ivan Ribnikar meni, da v današnjem času deželno tveganje pomeni tveganje, ki obsega tako transferno (dolžniki zaradi ukrepov države ne morejo poravnati obveznosti do tujcev) kot suvereno tveganje. Pri deželnem tveganju se namreč lahko zgodi, da dolžniki ne morejo poravnati svojih obveznosti zaradi političnih ali ekonomskih razlogov (Ribnikar, 1998, str. 44-46).

Deželno tveganje je zaradi množice dejavnikov težko oceniti, zato se ponavadi politično in transferno tveganje ocenjujeta posebej kot del deželnega tveganja, načini ocenjevanja pa niso enaki. Glavni namen metod je določiti in oceniti stopnjo deželnega tveganja.

Med najpogostejše uporabljene metode spadajo (Prohaska, 2004, str. 195-196):

- celovite kvalitativne metode, ki v obliki poročila nudijo pregled ekonomskega, političnega in socialnega stanja v državi;
- strukturne – kvalitativne metode, ki na podlagi primerjave statističnih podatkov in analize trendov omogočajo analizo in oceno tveganj nalaganja v določene države;
- metoda ocene ali rating, ki priredi vsaki državi določeno stopnjo tveganja, kar omogoča razvrstitev držav glede na njihovo deželno tveganje;
- matematično statistične metode, npr. faktorska analiza, s pomočjo katere se skuša iz množice danih spremenljivk izločiti nekaj faktorjev, ki prevladujoče vplivajo na deželno tveganje;
- simulacije, ki prav tako temeljijo na matematično-statističnih metodah, vendar je njihov prednostni namen prikaz čim bolj realne slike prihodnjega gibanja določenega pojava.

4.2. Valutno tveganje

Valutno tveganje štejemo v skupino poslovnih tveganj. S tem tveganjem se srečujemo pri vsakdanjem poslovanju podjetja. Valutno tveganje v knjigah opisujejo kot tveganje spremembe deviznega tečaja. Tveganje, ki v praksi pomeni spremembo valute, v kateri smo investirali denar v primerjavi z domačo valuto. Valutno tveganje se je uvrščalo med glavne probleme vlaganja na srbski trg kapitala. Valutno tveganje lahko nastane tudi kot posledica državnih ukrepov, npr. devalvacije ali revalvacije valute v primeru trdnega deviznega tečaja (Dvořák, 1999, str. 3).

Izpostavljenost gibanju deviznih tečajev lahko razdelimo v tri skupine (Redhead, Hughes, 1988, str. 2):

- ekonomska izpostavljenost (angl. economic exposure),
- prevedbena izpostavljenost (angl. translation exposure),
- transakcijska izpostavljenost (angl. transaction exposure).

Posamezne oblike valutnega tveganja se lahko razdelijo še po različnih časovnih vidikih. Glede na prihodnost se valutno tveganje imenuje ekonomsko tveganje deviznega tečaja (angl. economic risk), glede na preteklost pretvorbena tveganje ali tveganje preračunavanja deviznega tečaja (angl. translation risk), glede na sedanjost pa transakcijsko tveganje deviznega tečaja (angl. transaction risk) (Prohaska, 2004, str. 191).

4.3. Transakcijsko tveganje

Transakcijsko tveganje je predvsem posledica kratkoročnih in predvsem nepričakovanih sprememb deviznih tečajev. Pojavi se, kadar ima transakcija (uvozna ali izvozna pogodba) ceno v tuji valuti in se ob morebitni spremembi deviznega tečaja spremeni velikost prejemka/izdatka v domači valuti.

(Q_d), ki ga opredelimo: $Q_d = Q * P * DT$

Q – količina blaga

P - cena za enoto blaga v tuji valuti

DT - devizni tečaj (število enot domače valute za enoto tuje valute)

Podjetje, ki prodaja ali kupuje v tujini, tvega, da se bo od izstavitve računa (angl. recognition) do plačila računa (angl. maturity) tečaj tuje valute spremenil. V obdobju med izstavitvijo računa in njegovim plačilom je podjetje izpostavljeno transakcijskemu tveganju. Pri tem se osredotočamo predvsem na prihodke in izdatke, ker se le-ti vrednotijo po tekočih cenah (Dvořák, 1999, str. 4). Transakcijsko tveganje je osredotočeno le na neposreden vpliv spremembe deviznega tečaja na prejemke/izdatke, ne upošteva pa njegovega posrednega vpliva na spremembo količine (Smithson et al., 1995, str. 6).

4.4. Ekonomsko tveganje

Ekonomsko tveganje spremembe deviznega tečaja je posledica njihovih nepričakovanih dolgoročnih sprememb, ki nastanejo zaradi relativnih ekonomskih pogojev med državami. Pri tem se ne upošteva le neposredni vpliv spremembe deviznega tečaja na velikost prihodnjega prejemka/izdatka v domači valuti, temveč tudi njegov posredni vpliv preko spremembe količine (Smithson, 1995, str. 7).

Ekonomsko tveganje si lahko v praksi razlagamo tako, da pogledamo podjetje v delovno intenzivni panogi, ki proizvaja v tujini, da bi izkoristilo prednosti nižjih stroškov dela. Čez čas se lahko zgodi, da bodo nepričakovane spremembe ekonomskih pogojev v tej državi zvišale raven plač do te mere, kjer stroškovna prednost izgine ali postane celo negativna. Če se podjetje novim razmeram ne more prilagoditi, bo dolgoročno propadlo.

4.5. Pretvorbeno tveganje

Pretvorbeno tveganje se nanaša na spremembe vrednosti podjetja v domači valuti zaradi sprememb vrednosti naložb in obveznosti v tujem denarju, do katerih pride zaradi sprememb deviznih tečajev med dvema obračunskima obdobjema, ne da bi bila medtem izvršena kakršnakoli transakcija. Ob koncu obračunskega obdobja se morajo namreč vse naložbe in obveznosti v tujem denarju preračunati v osnovno, torej domačo valuto. Spremembe vrednosti naložb in obveznosti, ki se pojavijo zaradi gibanj deviznih tečajev, tako povzročijo spremembe vrednosti podjetja. Podjetje ima lahko po pretvorbi računovodski dobiček ali izgubo, čeprav je njegov neto dohodek v tem obdobju enak nič. Kljub računovodski naravi problema so taka nihanja vrednosti podjetja pri finančnih managerjih zelo nepriljubljena in se jim zato skušajo ogniti - največkrat z uskladitvijo tujih valut naložb in obveznosti podjetja (Ross et al., 1993, str. 809).

4.6. Likvidnostno tveganje

Likvidnostno tveganje je tveganje, ki verjetno predstavlja največji problem pri razvijajočih se trgih. V teoriji to pomeni tveganje ne razpoložljivosti sredstev oziroma nezmožnost poravnave ali izpolnitvijo obveznosti v trenutku zapadlosti. Pri tem se zgodi, da se ne prejme sredstev ob pričakovanem času, temveč kasneje. Potencialni prejemnik sredstev bo tako prisiljen uporabiti

druge vire, ki lahko povzročijo dodatne stroške financiranja ali poslabšanja poslovnega izida. Če je primanjkljaj likvidnostnih sredstev hujši in udeleženka tega ne more nadomestiti z drugimi viri, se lahko zgodi, da tudi sama ne more poravnati svojih obveznosti (Summers, 1994, str. 90).

Likvidnostno tveganje se lahko pojavlja pri trgovanju z blagom – na primer s surovinami ali pa s finančnimi instrumenti – na primer z obveznicami, zakladnimi menicami, delnicami. Likvidnostno tveganje predstavlja razliko med prodajno in nabavno vrednostjo blaga oziroma finančnega instrumenta. Pri delnicah likvidnostno tveganje dejansko predstavlja razliko med nakupnim in prodajnim tečajem (angl. bid/ask spread), pri borznem trgu pa je likvidnostno tveganje razlika med prodajno in nakupno ceno ob izvedbi transakcije določene velikosti. Navadno se dogaja, da večja kot je transakcija ob isti spremembi razlike med omenjenima cenama, večja je likvidna sposobnost trga oziroma likvidnostno tveganje manjše. Likvidnost lahko merimo tudi s časom, ki je potreben, da naložbo prodamo po poštenu vrednosti, brez pristajanja na plačevanje likvidnostne premije (Berk et al., 2005, str. 212).

Potreba finančnih posrednikov po dodatnih likvidnostnih sredstvih je v glavnem posledica neusklajenosti rokov dospelosti virov financiranja. Likvidnost v tem smislu predstavlja varnostno blazino, ki pomaga pridobiti čas v težkih pogojih. Likvidnostno tveganje pomeni tudi težave pri pridobivanju sredstev – v tem primeru gre za zmožnost povečanja gotovine po razumni ceni. Taka zmožnost je rezultat dveh dejavnikov: splošne likvidnosti na finančnem trgu, ki določa obseg in presežek likvidnih sredstev na tem trgu in s tem tudi njihovo ceno, ter likvidnosti borzno posredniške družbe. Obe vzajemno delujeta na določitev pogojev pridobivanja sredstev (Borak, 1999, str. 89).

Na beograjski borzi se z likvidnostnim problemom srečujemo vsak trgovalni dan. Zadnja leta se sicer promet povečuje, vendar se še vedno lahko zgodi, da ob določenem trenutku oziroma dnevu delnic ni možno prodati. To se navadno zgodi zaradi dveh dejavnikov: zaradi količine delnic, ki se trenutno ponujajo pri določen ceni, ali pa zaradi tega, ker dejansko ob določenem trenutku, ni kupcev, ki bi bili pripravljeni odkupiti delnice po postavljeni ceni. Pri tem se navadno lahko zgodi, da cena delnice občutno pade pod nakupno vrednost, kar nam seveda prinese veliko izgubo, ali pa se zgodi, da obličimo z delnicami nekega podjetja, ki gre v stečaj in izgubimo vse.

5. Srbski kapitalski trg

Srbski kapitalski trg ima med bivšimi državami Jugoslavije precejšno vlogo. Srbija se je kot zadnja država na področju nekdanje Jugoslavije spoprijela s priložnostmi in pastmi široke privatizacije, s tem pa - ob siceršnjem pomenu več kot 10 milijonskega trga - predstavlja kot država uvoznica kapitala ogromen potencial. Osnovo kapitalskega trga ter s tem trgovanja z lastniškimi vrednostnimi papirji na beograjski borzi predstavljajo delnice, ki izhajajo iz različnih obdobjih srbske privatizacije, ki jih je spremljal tako niz zakonov, ki so opredeljevali to področje, kot tudi njihove spremembe. Tudi v tem gre iskati razloge za počasnost privatizacijskih procesov ter s tem zaostajanje pri razvoju kapitalskega trga.

V zadnjem letu pa so glavna zgodba na beograjski borzi **dokapitalizacije**. Posebno v letu 2006 je bilo pri dokapitalizacijah veliko več povpraševanja po novo izdanih delnicah, kot je bilo ponudbe. Vsak, ki je vplačal denar za novo izdane delnic, je tako prejel le manjši delež (npr. 10%) zelenih delnic, preostali znesek pa je dobil vrnjen. Tako se zgodi, da v določenem trenutku prejme vračilo denarja precejšnji del vlagateljev, kar pomeni močno kratkoročno povečanje povpraševanja po delnicah - seveda se ob tem cene delnic dvignejo. Ta učinek smo lahko videli pri Metals banki ter nedavno pri Agrobanki. Da je zanimanje za srbske banke veliko, dokazuje tudi podatek, da je bilo pri dokapitalizaciji Metals banke za približno 4 milijone evrov razpisane emisije, nakazano kar 50 milijonov denarja, predvsem s strani portfeljskih vlagateljev.

Drugi dejavnik, ki je vplival na živahnost beograjskega borznega parketa so bili prevzemi. Podobno kot v sosednjih državah tudi v Srbiji prevzemi igrajo pomembno vlogo. Lansko leto je bil najodmevnejši prevzem farmacevtske družbe Hemofarm s strani Nemške Stade. Precejšnja vsota denarja iz prevzema te družbe se je v veliki večini vrnila na beograjsko borzo, vlagatelji pa so pozornost preusmerili na tamkajšnje banke. Med najbolj vročimi bankami sta se znašli Agrobanka in Aik banka, ki tudi sicer dosegata največje rasti.

Tretja komponenta, ki je nekako dopolnila dogajanje na beograjski borzi, pa je bilo sprejetje nove zakonodaje, ki ureja delovanje in ustanavljanje vzajemnih in pokojninskih skladov v Srbiji. Začetek leta 2007 je tako prinesel vlagateljem precejšnjo zadovoljstvo, saj je svež denar na borzi januarja povzdignil osrednji indeks BELEX15 za kar 16 odstotkov. Pozitiven trend pa se je nadaljeval tudi februarja in marca, tako da je indeks petnajstih »blue chipov« v prvih treh mesecih poletel za skoraj 70 odstotkov.

5.1. Opis ekonomskega okolja – Srbija

V obdobju od 2000 do 2003 je gospodarska rast v Srbiji znašala 3-4 odstotke, v letu 2004 je bila rast BDP približno dvakrat večja in je znašala 7,5 odstotka. Podatki kažejo prve rezultate privatizacije, ki se je izvajala v preteklem obdobju. V letu 2005 je prišlo do slabitve gospodarske rasti glede na preteklo obdobje, tako da so se projekcije uresničile, rast BDP-ja je znašala 4,5 odstotka. Leto 2006 je prineslo povečanje gospodarske rasti. Ta je na letni ravni znašala 6,7 odstotka, kar je največ v zadnjih petih letih.

Centralna banka Srbije (NBS) je v letu 2006 nadaljevala z restriktivno politiko. Pričakovana stopnja inflacije za 2006 je bila med 4 odstotki in 8 odstotki, kar je precej manj kot prejšnja leta. V letu 2005 je stopnja inflacije na letni ravni dosegla 15,6 odstotka, medtem ko je bila lani 6,6 odstotka. Med ostalimi cilji monetarne politike so bili vzdrževanje finančnega sistema in povečevanje neto tujih denarnih rezerv. Slednje bodo po načrtih ostale v normalnih mejah z rahlo rastjo. Ob koncu leta 2005 so neto tuje denarne rezerve znašale 4,5 milijarde evrov, v avgustu 2006 pa so se povečale na preko 9,4 milijarde evrov. Samo avgusta so se NBS neto rezerve povečale za 1,6 milijarde evrov, kar je predvsem posledica prodaje mobilnega operaterja Mobi 63 norveški družbi Telenor za 1,5 milijarde evrov. Prioriteta NBS je nadaljevati s takimi potezami, saj le te omogočajo plačevanje mednarodnih dolgov in vzpostavljanje kreditnega ratinga države. Menjalni tečaj srbskega dinarja v

primerjavi z evrom je bil konec prejšnjega leta 79 dinarjev za evro. Direktne tuje investicije pa so znašale 4 milijarde dolarjev. Rezultati monetarne politike so se pokazali v nižji inflaciji, močnejši dinar pa je pripomogel k stabilizaciji tržišča in je znižal cene uvoženih produktov.

V letu 2007 bo Srbija morala izpeljati drugo fazo tranzicije, kar bo bistveno vplivalo na prihodnji ekonomski razvoj. Potrebna bo izpeljava obsežnih institucionalnih in strukturnih reform. Zaradi tega lahko pričakujemo reforme v javnem sektorju, ki bodo vključevale izboljšanje finančne discipline in povečanje produktivnosti tega sektorja, prestrukturiranje in privatizacijo največjih javnih podjetij (energetski sektor, železnice, telekomunikacije, državne banke). Prav tako je v prihodnjem obdobju pričakovati, da se bo ustvaril pravni okvir, s katerim se bo pospešil razvoj zasebnega sektorja, izboljšala investicijska klima, izboljšalo finančna posredovanja in povečala kapitalna baza bančnega sektorja preko konsolidacije, pa korupcija zmanjšala na najmanjšo možno stopnjo.

V letošnjem letu namerava vlada privatizirati tudi zavarovalniške družbe, kot sta DDOR iz Novega Sada in Dunav Osiguranje. Natančen potek privatizacije ni bil podan, ker se vlada še vedno ukvarja z urejanjem tega sektorja. Vlada namerava tudi po tem letu nadaljevati z aktivno privatizacijo. Do leta 2010 lahko pričakujemo privatizacijo telekomunikacijskega sektorja (Telekom Srbije), energetskega sektorja (Elektro Srbija, Naftna industrija Srbija) in transportnega sektorja (nacionalni letalski prevoznik JAT, letališče Beograd, železnice Srbija ZTP).

V naslednjih petih letih bo po mnenju strokovnjakov srbski kapitalski trg rasel tako v pomeni rasti delnic, kot v večji ponudbi delnic na borzi. Že začetek leta se je začel precej živahno, tak trend pa lahko pričakujemo tudi za naprej, saj nova zakonodaja dovoljuje ustanavljanje vzajemnih in pokojninskih skladov, ki lahko dodobra poživijo beograjski borzni parket.

6. Beograjska borza

Zgodovina beograjske borze sega v leto 1894, ko se je začelo trgovanje z vrednostnimi papirji, blagom in devizami. Prve transakcije so bile opravljene 5. januarja 1895. Trgovanje je potekalo vse do leta 1941, ko so borzo uradno zaprli. Dejavnost borze je bila ponovno vzpostavljena leta 1989 kot Jugoslovenski trg kapitala, na podlagi takrat sprejetega zakona »Zakon o tržištu novca i tržištu kapitala« (1989) iz istega leta, v letu 1992 pa je borza uradno spet dobila ime »Beogradska berza«. Borza tako od leta 1994 posluje v skladu z Zakonom o berzama, berzanskem poslovanju i berzanskim posrednicima (1994, v nadaljevanju: Zakon o berzama). Beograjska borza je junija 2002 z Atensko borzo podpisala sporazum o implementaciji projekta "postavitev kapitalskega trga v Srbiji", ki je vključeval prenos sistema elektronskega trgovanja z atenske na beograjsko borzo, pa tudi svetovalne dejavnosti organov atenske borze. Elektronski sistem trgovanja se imenuje BELEX, tako je tudi poimenovan glavni indeks BELEXfm. Kasneje se mu je pridružil še indeks 15-ih najboljših podjetij »blue chipov« BELEX15, ki je odpravil pomanjkljivosti indeksa BELEXfm. Slednji je namreč zasegel delnice iz vsega trga, kar pa ni bilo dovolj pregledno. BELEXfm v maju zamenja indeks BELEXline, ki kontinuirano analizira gibanje delnic na borzi (Beograjska borza, 2007).

6.1. Zakonska osnova

Temeljno zakonsko osnovo za ustanovitev in delovanje beograjske borze predstavlja »Zakon o berzama«, ki je bil sprejet leta 1994 in s katerim so ustanovili borzo, ter opredelili, organe borze, člane, njeno premoženje, kontrolo, informiranje in podobna vprašanja. Skupni pravni okvir za delo borze je omenjeni zakon tvoril skupaj z »Zakon o preduzećima« iz leta 1996 ter »Zakon o hartijama od vrednosti« iz leta 1995. Slednja urejata splošna vprašanja o statusu in organizaciji beograjske borze ter borznih posrednikov, delniških družb ter s tem tudi delnic kot glavnega predmeta trgovanja.

Nekaj časa nazaj, natančneje 29. maja 2003, je stopil v veljavo nov »Zakon o tržišču hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata«, ki je ovrigel prejšnja dva zakona iz leta 1994 in 1995. Ta velja še sedaj in poleg številnih aktov in statotov borze opredeljuje poslovanje in obstoj beograjske borze (Beograjska borza, 2007).

6.2. Organi beograjske borze

Beograjsko borzo po zadnjem statutu iz leta 2004 (9. februar 2004) sestavljajo organi: skupščina, upravni odbor, nadzorni odbor in direktor. **Skupščino** sestavljajo predstavniki delničarjev beograjske borze, to so banke, pošne hranilnice, zavarovalnice, država ter - kadar gre za blagovno borzno poslovanje – trgovska in proizvodna podjetja. Konec leta 2006 je imela skupaj 48 delničarjev: 30 bank, 7 borznih hiš, 7 podjetij, 2 zavarovalnici, ter Zvezno Republiko Jugoslavijo in Republiko Srbijo.

- **Upravni odbor** ima 15 članov, ki jih voli Skupščina: 9 članov prihaja iz vrst delničarjev, 5 članov iz vrst organov in organizacij, pomemben člen beograjske borze pa je tudi petnajsti član, direktor beograjske borze.
- **Nadzorni odbor** iz vrst delničarjev borze izbira predsednika in štiri člane nadzornega odbora borze (Beograjska borza 2007).

6.3. Člani beograjske borze in slovenska prisotnost

Leta 2006 je imela beograjska borza 76 članov, od tega 68 borzno-posredniških družb, ki so pridobile dovoljenje za opravljanje brokersko-dealerskih poslov, ter 11 bank. V segmentu družb, članic beograjske borze, se je v prejšnjih letih pokazala tendenca zmanjševanja borzno posredniških družb. V prihodnjih letih lahko ob konsolidaciji lastništva in prevzemih s strani tujih investorjev (predvsem investicijskih skladov) pričakujemo še nadaljnje zmanjševanje njihovega števila. Trenutno v Srbiji preko svojih povezanih družb delujejo tri slovenske borzno-posredniške družbe: Ilirika borzno-posredniška hiša, d. d., Publikum, d. d. ter AC - borzna hiša, d. d. Dejstvo je, da gre v primerih nastopa slovenskih borznih hiš na srbskem kapitalskem trgu za poskus prenosa osvojenih znanj in izkušenj iz slovenske privatizacije na nov trg ter ustvarjanje nove vrednosti s prijemi, ki na srbskem trgu pomenijo novost, na slovenskem kapitalskem trgu pa ustaljeno prakso posameznih

borznih hiš (npr. uporaba marketinških prijemov, kot so medijska prisotnost v tiskanih in elektronskih medijih s poudarjeno noto regionalne prisotnosti, donatorstvo, postavitve in vpeljava mreže pogodbenih poslovalnic ...) (Beograjska borza, 2007).

6.4. Organiziranost borznega trga

Od oktobra leta 2004 se na beograjski borzi z večino bolj likvidnimi delnicami trguje po metodi kontinuiranega trgovanja. Metoda prevladujoče cene pa je še vedno najpogostejša metoda trgovanja. V času pisanja diplomskega dela se na borzi trguje z 1164 družbami in bankami, od tega se s 40 delnicami trguje po kontinuirani metodi. Na borzi se pričakuje prehod vse več delnic na metodo kontinuiranega trgovanja, kotirati pa bo začelo tudi veliko novih podjetij. Na borzi se poleg delnic na prostem trgu – metoda kontinuiranega trgovanja, trguje tudi z delnicami – po metodi prevladujoče cene, oziroma akcijskega načina trgovanja ter z obveznicami Republike Srbije, teh je deset. Po metodi prevladujoče cene se trguje s 102 delnicama, vendar pa se bo do konca leta to število še povečalo. (Beograjska borza, 2007).

6.5. BELEX15

Slika 1: Gibanje indeksa BELEX15 od začetka novembra 2005 do sredine aprila 2007



Vir: Sinteza, 2007.

Indeks BELEX15 je sestavljen iz 15 »blue chipov« beograjske borze. Ustanovljen je bil septembra 2005, njegova začetna vrednost pa je bila 1000 indeksnih točk. Indeks predstavlja in posnema gibanje 15 najlikvidnejših delnic na beograjski borzi. Namen indeksa je, da meri spremembe cen (price index) delnic, s katerimi se trguje po kontinuiranem načinu. Kot prikazuje slika, je indeks beležil konstantno rast, kar je predvsem posledica razvijanja in odpiranja celotnega trga, s čim je

postal zanimiv tudi za tuje vlagatelje. Vrednost indeksa je 11.4.2007 znašala 2.975,43 točk, kar pomeni, da je od začetka izračunavanja pridobil skoraj 200 odstotkov.

6.6. Delnice v indeksu BELEX15

Tabela 1: Delnice vključene v indeks BELEX15

Komercijalna banka a.d. Beograd	<u>KMBN</u>	20,00 %
AIK banka a.d. Niš	<u>AIKB</u>	20,00 %
Energoprojekt holding a.d. Beograd	<u>ENHL</u>	11,07 %
Agrobanka a.d. Beograd	<u>AGBN</u>	9,00 %
Univerzal banka a.d. Beograd	<u>UNBN</u>	7,95 %
Metals banka a.d. Novi Sad	<u>MTBN</u>	7,05 %
Privredna banka a.d. Beograd	<u>PRBN</u>	4,98 %
Soja protein a.d. Bečej	<u>SJPT</u>	4,05 %
Jubmes banka a.d. Beograd	<u>JMBN</u>	3,63 %
Metalac a.d. Gornji Milanovac	<u>MTLC</u>	2,39 %
Bambi a.d. Požarevac	<u>BMBI</u>	2,11 %
Progres a.d. Beograd	<u>PRGS</u>	2,07 %
Tehnogas a.d. Beograd	<u>TGAS</u>	1,97 %
Tigar a.d. Pirot	<u>TIGR</u>	1,95 %
Imlek a.d. Beograd	<u>IMLK</u>	1,79 %

Vir: Beograjska borza, 2007.

Povprečje kazalca P/E (Price to earnings ratio) sestavljenih podjetji je 37, kazalec P/B (Price to book value) pa 4,2. S kazalnikom P/E merimo, koliko evrov so vlagatelji pripravljeni plačati za evro dobička družbe. Povedano drugače: za kolikokrat tržna cena delnice presega zadnji letni dobiček na delnico družbe. S kazalnikom P/B merimo, koliko evrov so vlagatelji pripravljeni plačati za evro knjigovodske vrednosti podjetja. Drugače povedano: s kazalnikom P/B računamo razmerje med tržno in knjigovodsko vrednostjo delnice. Visoka kazalca označujeta precejšeno družbo, vendar moramo kazalce primerjati s kazalci sorodnih podjetji v panogi.

6.7. Indeks SRX

Poleg obeh indeksov beograjske borze, je začela dunajska borza, skupaj z beograjsko borzo, izračunavati indeks SRX, ki vsebuje delnice osmih najbolj likvidnih srbskih družb. Z novim indeksom želijo na beograjski borzi privabiti več tujih vlagateljev in s tem povečati likvidnost borze. V indeksu je vključenih šest bančnih delnic in delnice holdinga Energoprojekt ter prehranbenega podjetja Soje protein. Med bančnimi delnicami so Komercijalna banka, AIK banka, Agrobanka, Metals banka, Univerzal banka in Privredna banka. Zaradi zasnove indeksa, je možno z njim spremljati utrip bančnih delnic na trgu, poleg tega pa spremljati gibanje večjih srbskih bank. Njegova posebnost je, da se izračunava v treh valutah: dinarjih, evrih in dolarjih, z njim pa je možno tudi trgovanje. Indeks so začeli izračunavati 29. decembra 2006, z začetno vrednostjo 1.000 točk. Da so bile bančne delnice med nezanimivejšimi v začetku leta na trgu priča tudi rezultat indeksa, saj je porasel za 27 odstotkov v prvih dveh mesecih. Vrednost indeksa se je do začetka aprila okrepila na 1640 točk, kar predstavlja od začetka izračuna 64 odstotno rast.

Slika 2: Indeks SRX na dunajski borzi



Vir: Dunajska borza, 2007

7. Kratek pregled srbskega bančnega trga

V Srbiji posluje 37 bank, ki so pridobile licenco Narodne banke Srbije (NBS). Skupna aktiva bank na koncu leta 2006 je znašala 434,5 milijard dinarjev (5,5 milijard evrov), kar je 53 odstotkov več kot leto prej. Banke so skupaj izdale za 124,7 milijard dinarjev (1,42 milijarde evrov) kreditov. Zaradi velikega povečanja izdajanj kreditov je NBS začela uvajati restriktivne ukrepe, ki so privedli do povečanja obveznih rezerv depozitov, ki jih banke deponirajo pri centralni banki, zaradi bojazni, da bi rast kreditov povzročila višjo inflacijo od pričakovane. Banke so imele na koncu leta 2005 na bančnih računih za skupno 484,7 milijard dinarjev (5,6 milijarde evrov) sredstev, od tega so sredstva prebivalstva znašala 212,3 milijarde dinarjev oz. 2,5 milijarde evrov. Depoziti domačega prebivalstva ne zadostujejo potrebam po kreditih, kar bolje uspeva tujim bankam, ki so konkurenčnejše in lahko odobravajo dolgoročne kredite. Struktura bančnega trga je privedla do tega, da so tuje banke v začetku tranzicije privabile velik del depozitov domačega prebivalstva predvsem zaradi nezaupanja v domače banke. Monetarni odbor Narodne banke Srbije je na skupščini 1. novembra 2006 sprejel odločitev o obveznih rezervah bank, s čimer so stopnjo obveznih rezerv bank znižali za 3 odstotne točke na 15 odstotkov. Na podlagi te odločitve, s ciljem povečati ponudbo dinarjev na trgu, se bo sprostilo za okoli 5,2 milijarde dinarjev, ki jih bodo banke lahko ponudile prebivalstvu (Narodna banka Srbije, 2007).

Zadnji dve leti, je bilo na trgu zanimivo dogajanje okoli prevzemov domačih bank, s strani močnejših konkurentk iz tujine. Najprej je v letu 2005 grška Alfa banka s srbsko vlado podpisala dogovor o nakupu 88,64% kapitala Jubanke za 152 milijona evrov. Malo zatem je bančni trg začinila še italijanska Banca Intesa z nakupom Delta banke. Slednja je sprva kupila 75 odstotkov plus eno delnico srbske banke, na koncu pa prevzela 90 odstotkov Delta banke. Prevzemi so se sunkovito nadaljevali še naprej. Ena izmed največjih evropskih bančnih skupin Credi Agricol je v maju 2005 prevzela Meridijan banko. Zanimivost tega prevzema je ta, da ni šlo za klasičen

prevzem, ampak z dokapitalizacijo Meridijan banke v višini 34 milijonov evrov, s katero je Credi Agrikol postala lastnica 71 odstotkov te srbske banke. Meridijan banka je tako 1. julija 2005 postala članica skupine Credit Agricole. S tem dogajanje še ni bilo končano saj je Credit Agricole kasneje prevzela še preostalih 29 odstotkov Meridijan banke za 66,2 milijona evrov. Pogled nazaj kaže, da je v leto 2004 avstrijska Erste bank na začetku odkupila od države 83,28 odstotkov kapitala Novosadske banke za 73,17 milijona evrov, kar je bilo 3,3 krat več od knjigovodske vrednosti banke. V letu 2005 je Erste bank odkupila še preostali del delnic od malih delničarjev.

Že prisotna na trgu EFG Eurobanka je svojo moč na srbskem trgu še povečala, po tem ko je najprej prevzela 52,5 odstotka delnic banke Nacionalne štedionice za okoli 41 milijonov evrov. Kmalu zatem je EFG dala ponudbo še za preostali del delnic, s čimer je postala 100 odstotni lastnik Nacionalne štedionice. Od oktobra 2006 EFG in Nacionalna štedionica poslujeta kot ena banka pod nazivom Evrobanka EFG štedionica z več kot 100 poslovalnicami in 1400 zaposlenimi. Grška Piraeus banka je za 19,5 milijonov evrov kupila 80 odstotni delež Atlas banke. Malo zatem jo je še dokapitalizirala za 7,5 milijona evrov, s čimer je svoj delež povečala na 88,23 odstotka. Pri prevzemih so sodelovali tudi Slovenci. Nova Ljubljanska banka je kupila 98,4 odstotka državnega deleža Continental banke iz Novega Sada za 49,5 milijonov evrov. Findomestic banka je postala lastnica Nove banke za 23 milijona evrov.

Madžarska banka OTP je za 14,2 milijona evrov kupila 89,39 odstotka Niške banke. To pa ni bil edini nakup te banke, saj je malo kasneje za 32 milijonov evrov prevzela še 75,1 odstotka Zepter banke iz Beograda. Naslednja tarča te Madžarske banke pa je bila Kulska banke. Kulska banka je sprejela prevzemno ponudbo za 67 odstotni delež v vrednosti 119 milijona evrov, za 100 odstotni delež pa bo OTB banka morala odšteti 177 milijonov evrov. Po realizaciji tega plana bo OTP banka združila vse tri banke (Niška banka, Zepter banka in Kulska banka) v eno banko s sedežem v Novem Sadu. Z začetkom avgusta 2006 je bila Panonska banka iz Novega Sada prodana italijanski banki San Paolo INI iz Torina za okoli 122 milijonov evrov. Dosežena cena je bila 4,7 krat višje od knjigovodske vrednosti banke.

V januarju 2006 je Ciprska banka Popular Bank Public Co. preko Laiki banke kupila 91 odstotkov delnic Centrobanke za okoli 33 milijonov evrov, medtem ko je preostale delnice odkupila po preteku prevzemne ponudbe za 3,7 milijona evrov. Grška National bank of Greece je kupila 99,44 odstotka Vojvođanske banke za 385 milijona evrov. Še ena grška banka, ATE banka, pa je nedavno na borzi kupila 20,65 odstotka AIK banke za okoli 85 milijonov evrov, kar je okoli 4 krat več od knjigovodske vrednosti banke.

Srbska država namerava ostati večinski lastnik samo v dveh bankah, v Komercijalni banki in Poštanskoj štedionici. Slednja se bo združila s Srbsko banko. Nekaj časa nazaj je Komercijalno banko dokapitalizirala EBRD s 70 milijoni evrov s čimer je postala 25-odstotni lastnik banke. Znesek, ki ga je EBRD plačala za delež je 2,9 krat večji od knjigovodske vrednosti banke. Država je po tej dokapitalizaciji ostala največji lastnik banke s kontrolnim paketom 40,3 odstotka delnic, posredno preko zavarovalnice Dunav osiguranja in Jugobanke v stečaju pa ima v lasti večinski delež. Poleg Komercijalne banke naj bi EBRD dokapitaliziral tudi Čačansko banko. V septembru

2006 so tako na EBRD srejali odločitev o nakupu 25 odstotnega deleža Čačanske banke. Za sklenitev pogodbe je sedaj potrebna le še odobritev Vlade Srbije.

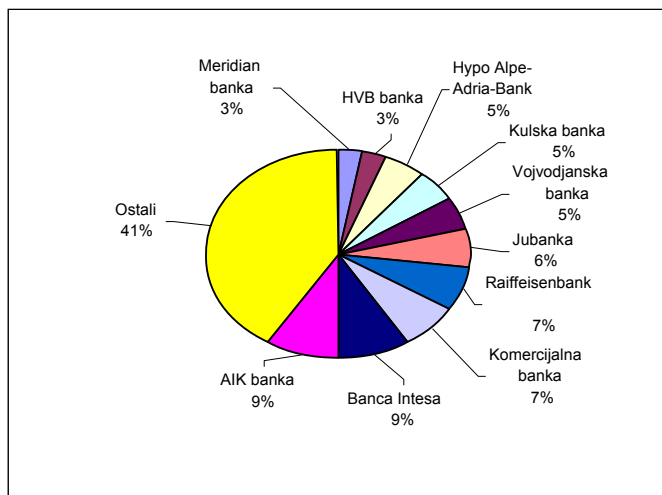
Zaradi velikih izgub Poštanske štedionice v letu 2006 jo bo ministrstvo za finance dokapitaliziralo za 16,5 milijonov evrov s ciljem, da prevzame lastništvo od JP PTT Srbija in jo na koncu proda. Na tak način bo država postala 96-odstotna lastnica štedionice, JP PTT Srbija, ki ima skoraj 80 odstotkov vseh delnic, pa bo po dokapitalizaciji imel le še 3,5 odstotka delnic. Štedionica je lansko leto zaključila s 14,3 milijoni evrov izgube (Spletne strani omenjenih bank; lastne analize, 2007).

8. Značilnost bank

Prvih pet bank v Srbiji trenutno obvladuje več kot polovico bančnega sektorja v državi. Če upoštevamo, da ima približno 15 bank tržni delež nižji od 1 odstotka, je povsem razumno pričakovati, da se bodo prevzemi in združitve bank še nadaljevali. V letu 2006 je kar nekaj bank uspešno izvedlo dokapitalizacije, za katere je vladalo veliko zanimanje. Zadnje dokapitalizacije so izvedle Univerzal banka, Metals banka, Agrobanka in Privredna banka. Za Agrobanko poteka že 4. emisija novih delnic, za katero je vnovič veliko zanimanje.

8.1. Deset največjih bank po kapitalu

Slika 3: Prikaz desetih največjih bank po kapitalu (odstotek od celotnega kapitala vseh bank)

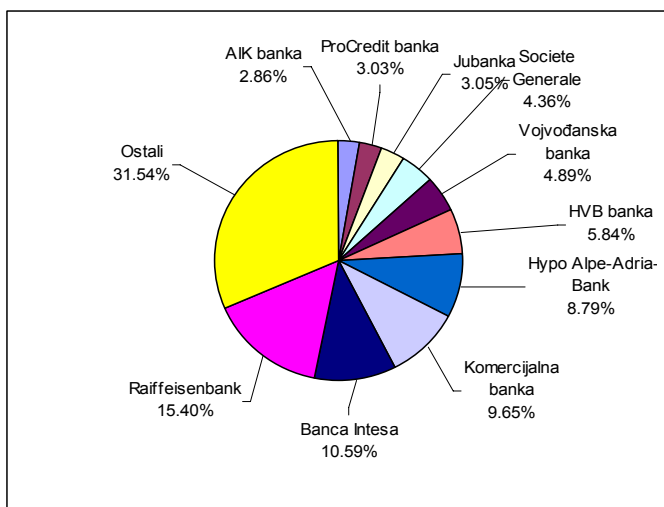


Vir: Narodna banka Srbije, 2007.

Med največje banke po kapitalu spadajo AIK banka, Banca Intesa in Komercijalna banka. Prve se ponašajo s 9 odstotki celotnega kapitala bank, medtem ko ima Komercijalna banka med srbskimi bankami 7 odstotkov kapitala. Prvih deset bank ima na trgu kar 59 odstotkov celotnega kapitala.

8.2. Deset največjih bank po aktivih

Slika 4: Prikaz desetih največjih bank po aktivih (odstotek od celotne aktive vseh bank)

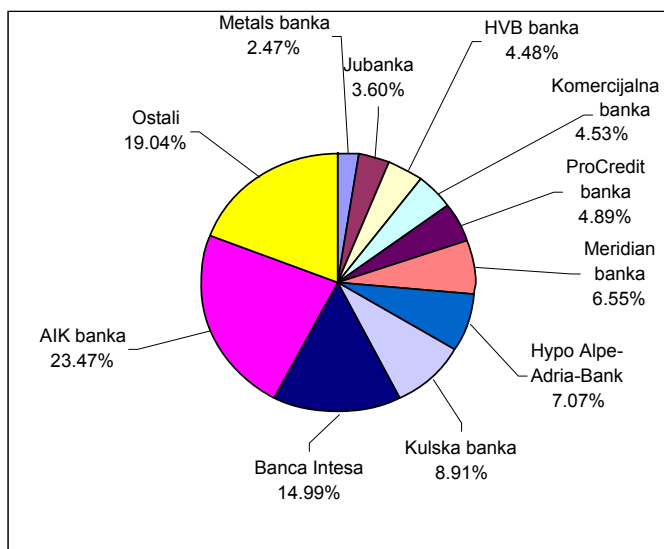


Vir: Narodna banka Srbije, 2007.

Daleč največji znesek aktive ima Raiffeisen banka, ki ima kar več kot 15 odstotkov aktive vseh bank. Na drugem mestu je Banca Intesa in na tretjem Komercijalna banka. Aktiva prvih desetih bank znaša skoraj 70 odstotkov celotne aktive vseh bank skupaj.

8.3. Deset največjih bank po dobičku

Slika 5: Prikaz desetih največjih bank po dobičku (odstotek od celotnega dobička vseh bank)



Vir: Narodna banka Srbije, 2007.

AIK banka že vrsto let spada med najbolj dobičkonosne banke na trgu, kar potrjujejo tudi rezultati. Banka iz Niša ustvari skoraj 24 odstotkov celotnega dobička bank.

Daleč za njo se uvršča Banca Intesa, za njo pa še Kulska banka. Prvih deset bank ustvari skoraj 80 odstotkov celotnega dobička bančnega sektorja v Srbiji. Tabela nazorno pokaže, da so med najbolj dobičkonosnimi bankami tuje banke, kot so Banca Intesa, Hypo Alpe-Adria-Bank, ProCredit banka in druge.

8.4. Organizacijska struktura bank

Tabela 2: Prikaz števila poslovalnic bank v Srbiji

Naziv banke	Skupno število poslovalnic
AIK banka Niš	36
A banka Beograd	34
Agrobanka	94
Alpha banka Srbija Beograd	88
Banca Intesa Beograd	148
Čačanska banka	8
Continental banka Novi Sad - NLB grupa	72
Credy banka Kragujevac	49
EFG Eurobank Beograd	104
Erste banka Novi Sad	76
Findomestic banka Beograd	22
HVB banka Beograd	42
Hypo Alpe-Adria-Bank Beograd	30
Jugobanka Jugbanka Kosovska Mitrovica	3
Komercijalna banka	175
Kosovsko Metohijska banka Zvečan	6
Kulska banka Novi Sad	9
Laiki banka Beograd	32
LHB banka Beograd	46
Meridian banka Novi Sad - Credi Agricole	111
Metals banka Novi Sad	52
Nacionalna štedionica banka Beograd	77
National Bank of Greece Beograd	36
Niška banka Niš	11
Panonska banka Novi Sad	50
PB Agrobanka Beograd	94
Piraeus banka Beograd	19
Poštanska štedionica Beograd	23
Privredna banka Pančevo	12
Privredna banka Beograd	23
ProCredit banka Beograd	47
Raiffeisenbank Beograd	58
Societe Generale Yugoslav Bank Beograd	49
Srpska banka Beograd	8
Univerzal banka Beograd	47
Vojvođanska banka Novi Sad	144
Volksbank Beograd	8
Zepter banka Beograd	17

Vir: Spletne strani omenjenih bank, 2007.

Med domačimi bankami se lahko z največjo mrežo poslovalnic pohvali Komercijalna banka, ki ima kar 176 poslovalnic po celi Srbiji, večino teh seveda v Beogradu. Na drugo mesto se uvršča tuja

Banca Intesa s 148 poslovalnicami, na tretjem mestu pa je Vojvođanska banka iz Novega Sada. Pregled tabele nam pokaže veliko razdrobljenost bančnega sektorja, saj se na trgu pojavlja precej manjših bank, ki zavzemajo zanemarljiv tržni delež na srbskem trgu. Tudi s tega stališča lahko pričakujemo konsolidacijo tega sektorja.

9. Bančne delnice na borzi

Na beograjski borzi kotira 26 bank. Od tega se z 9 bankami trguje po kontinuiranem načinu, medtem ko se z ostalimi trguje po metodi prevladujoče cene. Za razliko od kontinuiranega načina trgovanja, kjer lahko vlagatelji z delnicami trgujejo od 9.30 do 13. ure, se pri metodi prevladujoče cene trgovanje vzpostavi samo ob 12. uri. Do takrat se poberejo vsi nakupni in prodajni nalogi in se vzpostavi ravnotežna cena, po kateri steče trgovanje. Bančne delnice spadajo zadnja leta med najlikvidnejše delnice na beograjski borzi, mnoge od njih pa se ponašajo tudi z najvišjimi letnimi donosi. Čeprav banke kotirajo na precej visokih nivojih, skrivajo velik potencial. V naslednjih letih se pričakuje velika rast poslovanja bank, kar bo pozitivno vplivalo na njihovo poslovanje. Lastništvu pa s tem seveda še ni zaključeno, v bankah saj ima še vedno precejšen delež država, kar pa se bo verjetno spremenilo v naslednjih letih.

9.1. Agrobanka

Beograjska Agrobanka je nastala iz »Privilegovane agrarne banke«, ki je bila ustanovljena leta 1929 v takratni Kraljevini Jugoslaviji. Agrarna banka je v svoji prvotni obliki poslovala do začetke prve svetovne vojne, po njej pa so se vzpostavili sistemi, ki so omogočili reorganizacijo, status in poslovanje Agrobanke, ki jo poznamo danes. Leta 1959 je bila ustanovljena Jugoslovanska poljoprivredna banka oziroma »Poljobanka«, katere pravni naslednik je Agrobanka. Leta 1978 je bila ustanovljena poljeprivredna banka Agrobanka, ki je nastala iz transformacije bivše Jugoslovanske poljoprivredne banke. Leta 1981 se iz poljoprivredne banke Agrobanke preimenuje v Specializirano poljoprivredno banko – Agrobanko. Leta 1955 se Agrobanka uradno preoblikuje v delniško družbo, ki deluje še sedaj. Danes ima banka preko 4100 delničarjev, preko nje pa posluje tudi več kot 15800 podjetij.

Največja prednost banke je velika poslovna mreža, ki je sestavljena iz kar 94 izpostav na območju Srbije. Velika poslovna mreža pa ni edina prednost banke. Prednost so tudi zaposleni. Od več kot 700 jih ima 40 odstotkov visoko in višjo šolo. Agrobanka je veliko prispevala k razvoju proizvodnje in različnih podjetij v Srbiji preko dolgoročnega in tekočega kreditiranja. V preteklem letu je sodelovala pri financiranju preko 4000 razvojnih programov, tako v primarni poljedelski proizvodnji kot tudi pri privatnem in družbenem sektorju.

Konec leta 2006 je bila 3. dokapitalizacija, na kateri so ponudili 150 tisoč delnic. Uspešna realizacija dokapitalizacije je omogočila banki, da bo povečala svoj potencial in kapital, s čimer bo lahko zagotavljala dolgoročne kredite komitentom v agrarnem sektorju, ki so večinski klienti banke. Dokapitalizacija je dala banki začetni zagon pri konkuriranju drugim bankam na srbskem trgu.

Sedaj poteka že četrto povečanje kapitala. Nekaj časa nazaj je uspešno zaključila 2. dokapitalizacijo, na kateri so izdali 90.000 tisoč novih delnic banke, ki pa so bile skoraj 9-krat preplačane, saj je bil. interes zanje izjemen. Vsak investitor je dobil za 8 vplačanih delnic samo eno. Lastniška struktura se je po povečanju kapitala močno spremenila, najbolj pa se je v banki zmanjšal delež države.

- **Lastniška struktura banke**

Tabela 3: Lastniška struktura banke

Zaporedna številka	Ime delničarja	Število delnic	% celotne izdaje delnic
1.	REPUBLIKA SRBIJA	45843	10.90713
2.	HYPO ALPE-ADRIA-BANK AG	30706	7.30568
3.	RAIFFEISEN ZENTRALBANK	13917	3.31118
4.	IBT	12522	2.97928
5.	POTEZA DD	12503	2.97476
6.	EAST CAPITAL ASSET MANAG.	11788	2.80464
7.	AC NALOŽBE D.D.	11674	2.77752
8.	AS HANSAPANK	9457	2.25004
9.	PRIVREDNA BANKA ZAGREB D.D.	8556	2.03567
10.	BANK AUSTRIA CREDITANSTALT	7886	1.87627
11.	KASTODI RAČUN	7864	1.87103
12.	PREDUZEĆE VUJIĆ VALJEVO DOO	6642	1.58029
13.	INEKS MORAVA	5976	1.42183
14.	A BANKA VIPA D.D.	5871	1.39685
15.	KD BPD	5718	1.36045

Vir: Sinteza, 2007.

- **Gibanje delnice od leta januarja 2006**

Slika 7: Gibanje delnice Agrobanke ter promet v milijonih RSD



Vir: Sinteza, 2007.

9.2. Jubmes banka

Jubmes banka je bila ustanovljena 26. junija 1979 kot specializirana finančna institucija za kreditiranje izvoza pa tudi zavarovanje izvoza.

Jubmes banka je bila v začetku edina izvozno-kreditna agencija v južni in vzhodni Evropi. V obliki vodilne banke na področju kreditiranja izvoznih poslov je delovala z vsemi večjimi zavarovalniškimi in kreditnimi družbami. Leta 1989 je postala prva banka v bivši SFRJ, organizirana kot delniška družba. Jubmes banka se lahko pohvali z dolgoročnimi izkušnjami na področju svetovanja za nastop na mednarodnih dražbah, ki so predpisane po ICB postopku mednarodnih razvojnih agencij, kot so svetovna banka (WB), ameriška banka za razvoj, afriška banka za razvoj, evropska banka za razvoj (ERBD) in druge mednarodne finančne institucije. V oktobru 1997 se Jubmes banka spremeni v poslovno banko.

Banka velja za eno najbolj »zdravih« v Srbiji. Je likvidna, nima dolgov in obveznosti, na drugi strani pa ima uravnotežen kreditni portfelj. Banka v okviru svojega poslovanja prejema depozite pravnih oseb, odobrava kratkoročne kredite podjetjem, kreditira izvozne projekte, odobrava garancije in ostale vrste jamstva, izdaja blagajniške zapise, depozitne certifikate in delnice.

Pri poslih s tujino banka odpira in vodi devizne račune za domače in tuje kliente ter prejema depozite pravnih oseb v tujih valutah. Banka svojim komitentom upravlja devizna sredstva na deviznem trgu, objavlja plačilni promet za tujino in odobrava kredite mednarodnih finančnih institucij. Jubmes banka na kratko odobrava vse vrste deviznih garancij in drugih oblik jamstva, objavlja poslovanje delnic in ponuja varstvo v trezorju.

- **Lastniška struktura banke:**

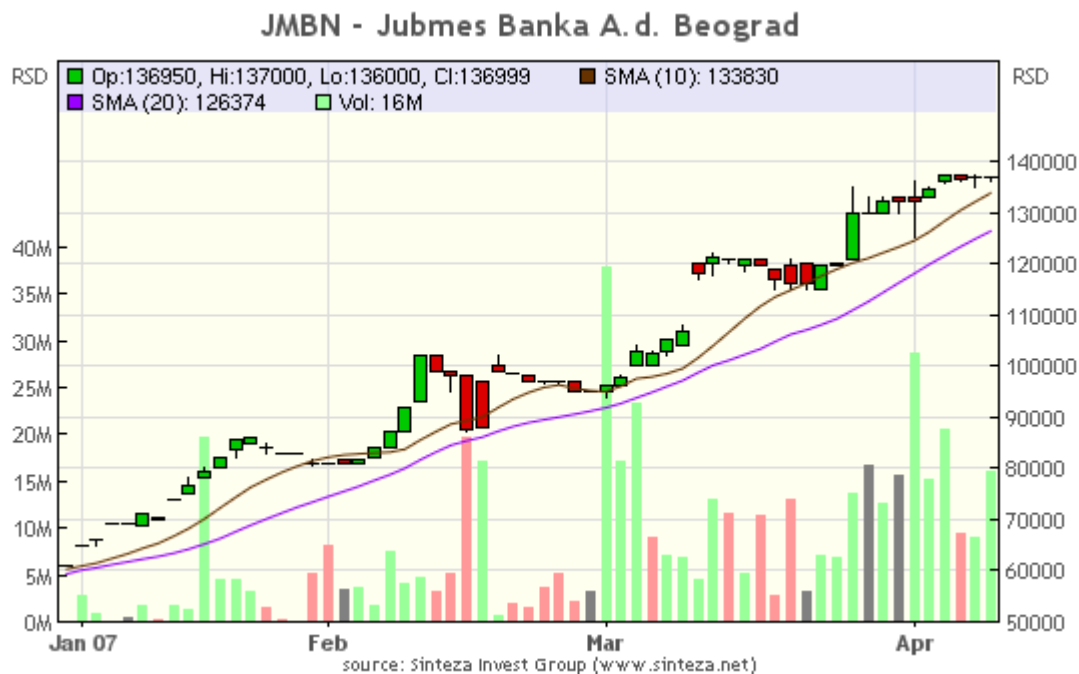
Tabela 4: Lastniška struktura banke

Zaporedna številka	Ime delničarja	Število delnic	% celotne izdaje delnic
1.	SFRJ	24080	24.36433
2.	REPUBLIKA SRBIJA	12250	12.39465
3.	ACH D.D.	11606	11.74304
4.	BEOBANKA-AD BEOGRAD U ST.	6881	6.96225
5.	GP HIDROTEHNIKA A.D.	3794	3.83880
6.	JP JUGOIMPORT SDP	3570	3.61215
7.	HYPO ALPE-ADRIA-BANK AG	2435	2.46375
8.	MEDALJON DD	2269	2.29579
9.	CENTRAL PROFIT BANKA D.D.	1953	1.97606
10.	PROFACO D.O.O.	1500	1.51771
11.	UNION BANKA DD SARAJEVO	1148	1.16156
12.	VOJVOĐANSKA BANKA A.D.	1015	1.02698
13.	GALEB GROUP DOO CEROVAC	987	0.99865
14.	INVEST BANKA BEOGRAD AD U ST.	938	0.94908
15.	ZORKA - FARMA ŠABAC	889	0.89950

Vir: Sinteza, 2007.

- **Gibanje cene delnice v zadjem letu dni**

Slika 8: Gibanje delnice Jubmes banke ter promet v milijonih RSD



Vir: Sinteza, 2007.

9.3. Metals banka

Metals banka iz Novega Sada je bila ustanovljena leta 1990. Svoj prostor v bančnem sistemu si je dodobra zagotovila leta 2001, ko je prevzela DTD banko, in leta 2005, ko je prevzela DDOR banko. Prava strateška prednost te banke je v strateškem sodelovanju z zavarovalnico DDOR Novi Sad, ki je vodeča zavarovalnica na področju zavarovanj poljščin in nepremičnin.

Metals banka je registrirana za vse vrste finančnih in bančnih poslov, pa tudi za vse devizne posle in kreditne posle s tujino. Plačilni promet banke se objavlja na preko 140 korespondenčnih bankah, med katerimi so Deutsche bank in Commerzbank iz Frankfurta ter American Express bank iz New Yorka. Banka opravlja depozitne, kreditne, devizne in menjalniške posle, izdaja vrednostne papirje in posreduje pri nakupu in prodaji le-teh. Opravlja tudi garancijske posle in posle plačilnega prometa. Glavnina poslovanja Metals banke temelji na izdajanju kreditov in posojil malih in srednjih podjetij ter lokalnemu prebivalstvu, poseben poudarek pa namenja razvoju poslovanja s plačilnimi karticami. Banka je na račun ugodnih in atraktivnih obrestnih mer dosegla stalno rast poslovanja. V Srbiji ima v 36 mestih mrežo s 52 poslovalnicami, v katerih je zaposlenih 413 zaposlenih. Metals banka je nedavno uspešno zaključila svojo že 18 dokapitalizacijo, v kateri je bilo izdano 54.054 delnic v nominalni vrednosti 12.850 dinarjev za delnico. Kapital banke se je tako povečal za 694.593.900 dinarjev, skupaj s premijo v višini 2.013 dinarjev za delnico pa se je kapital povečal za 803.404.602 dinarjev.

Prihod delnic Metals banke na beograjsko borzo ob konca leta je dodobra razburkal trgovanje. Delnice so se v prvih dneh trgovanja podražile za preko 200 odstotkov, od začetka kotacije pa so pridobile že preko 40 odstotkov. V obdobju pisanja te diplomske naloge je banka na skupščini delničarjev odobrila še 19. dokapitalizacijo. Trgovanje se je pred dokapitalizacijo precej razživel, saj so vsi vlagatelji želeli pridobiti nove delnice po nižji ceni. Delnice so se tako dosegle vrednost že skoraj 60 tisoč dinarjev, kar je rekordna vrednost od začetka kotacije.

- **Lastniška struktura**

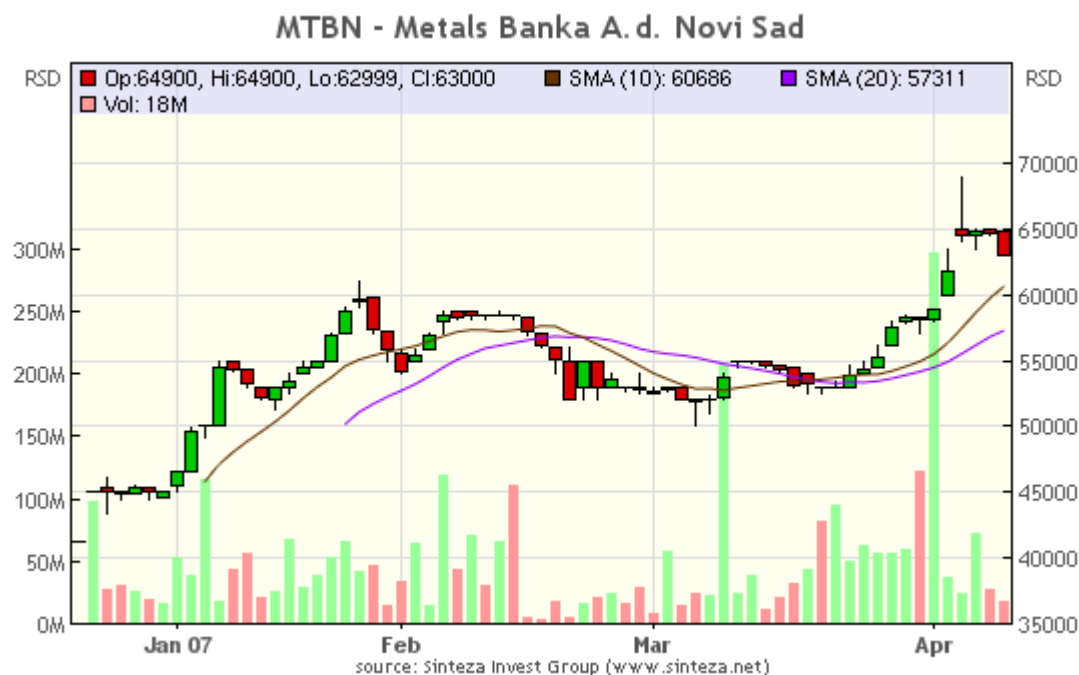
Tabela 5: Lastniška struktura banke

Zaporedna številka	Ime delničarja	Število delnic	% celotne izdaje delnic
1.	DDOR NOVI SAD	45201	16.68396
2.	SMART DEVELOPMENT D.O.O.	13521	4.99068
3.	MV INVESTMENTS AD	11907	4.39494
4.	ZAVAROVALNICA TRIGLAV D.D.	11848	4.37317
5.	EAST CAPITAL ASSET MANAG.	10940	4.03802
6.	JNR LIMITED	10598	3.91178
7.	NS-DON 2006 DOO NOVI SAD	10500	3.87561
8.	THE GALILEO FUND LTD	10310	3.80548
9.	HYPO ALPE-ADRIA-BANK AG	5925	2.18695
10.	TRIGLAV RE LJUBLJANA	5923	2.18621
11.	PRIV. KOMORA VOJVODINE	4290	1.58346
12.	PUBLIKUM FIN D.O.O. LJUBLJANA	4258	1.57165
13.	PRIVREDNA BANKA ZAGREB D.D.	4242	1.56575
14.	SOCIETE GENERALE-SPLITSKA BANK	4000	1.47642
15.	BEOPUBLIKUM A.D.	3540	1.30663

Vir: Sinteza, 2007.

- **Gibanje delnic Metals banke:**

Slika 9: Gibanje delnic Metals banke in promet v milijonih RSD



Vir: Sinteza, 2007.

9.4. Privredna banka

Privredna banka Beograd je na bančnem trgu prisotna že preko 30 let. V začetku njenega delovanja je bila v sestavu največjega bančnega sistema v Jugoslaviji »Udružene banke Sarajevo«, od leta 1989 pa nastopa kot samostojna banka in delniška družba. Banka ponuja vse bančne storitve, ki so na voljo trgu: sprejemanje bančnih vlog, dajanje kreditov, menjalniški posli, izdajanje vrednostnih papirjev, shranjevanje vrednostnih papirjev, brokerski posli ter drugi finančni posli. Privredna banka veliko posluje s tujino, ker je tudi njena konkurenčna prednost.

- **Lastniška struktura**

Tabela 6: Lastniška struktura banke

Zaporedna številka	Ime delničarja	Število delnic	% celotne izdaje delnic
1.	REPUBLIKA SRBIJA	22034	19.42074
2.	HYPO ALPE-ADRIA-BANK AG	10279	9.05990
3.	KASTODI RAČUN	5193	4.57710
4.	IBT	4530	3.99274
5.	PRIVREDNA BANKA ZAGREB D.D.	4500	3.96630
6.	MİĆO COMMERCE D.O.O. BEOGRAD	2810	2.47673
7.	PUBLIKUM BORZNO POS. D.D.	2579	2.27313
8.	POTEZA DD	2403	2.11800
9.	TRANSPORTŠPED A.D.	2295	2.02281
10.	GUSTAVUS CAPITAL ASSET MNGT.	2000	1.76280
11.	VERANO MOTORS D.O.O.	1459	1.28596
12.	ZB INVEST D.O.O.	1393	1.22779
13.	NELT CO. D.O.O.	1348	1.18813
14.	FITEKS DOO BEOGRAD	1311	1.15552

Vir: Sinteza, 2007.

- **Gibanje delnice v zadnjem letu**

Slika 10: Gibanje delnice Privredne banke in promet v milijonih RSD



Vir: Sinteza, 2007.

9.5. Univerzal banka

Univerzal banka spada med mlajše banke na trgu. Ustanovljena je bila leta 1992 s prvotnim namenom kreditiranja malih in srednjih podjetij, formiranjem poslovnih vezi z najboljšimi bankami po svetu in nudenjem najboljših bančnih uslug svojim komitentom preko visoko zaposlenega kadra. Banka že od začetka nastanka posluje uspešno, kar prikazujejo tudi njeni kazalci. Poslovna aktivnost banke je uglašena z zakonskimi predpisi bančnega sistema. Od leta 2003 je Univerzal banka vključena v sistem mednarodnega plačilnega prometa SWIFT, kar ji daje možnost, da svoje kliente tudi v tej smeri kvalitetno servisira. Banka ima široko mrežo poslovalnic in ekspozitur v vseh večjih mestih Srbije, vendar je največja konkurenčna prednost banke, da se razvija in posluje kot univerzalna banka.

Prioritetni cilji, ki si jih je banka postavila, so:

- povečanje kapitalne osnove in povečanje denarnega stanja,
- povečanje skupnega finančnega potenciala banke,
- osvajanje bančnega trga preko kvalitetnih uslug,
- disperzija kreditnega portfelja za mala in srednja podjetja,
- razvoj finančnih uslug domačim rezidentom,
- razvoj poslovne mreže,
- razvoj novih bančnih produktov,
- povečanje tržnega deleža,
- uporaba novih tehnologij, s katerimi bo lahko optimizirala poslovanje.

- **Lastniška struktura**

Tabela 7: Lastniška struktura banke

Zaporedna številka	Ime delničarja	Število delnic	% celotne izdaje delnic
1.	EAST EUROPE INVESTMENT FUND	55700	14.98875
2.	DELTA BROKER A.D. BEOGRAD	28401	7.64265
3.	GLOBOS OSIGURANJE A.D.	23720	6.38300
4.	UNI GLOBAL D.O.O.	21544	5.79744
5.	GLOBOS D.O.O	19884	5.35075
6.	DELTA GENERALI OSIGURANJE AD	18534	4.98746
7.	MAKLER INVEST A.D. BEOGRAD	18125	4.87740
8.	VELEFARM A.D.	17716	4.76734
9.	HTI BG COMPANY DOO BEOGRAD	16207	4.36127
10.	IBT	12171	3.27519
11.	GLOBOSINO DOO	10469	2.81719
12.	REPUBLIČKI FOND ZA PIO	10119	2.72300
13.	INFINITY MANAGEMENT CO LTD	7684	2.06775
14.	DELTA MAXI DOO BEOGRAD	7038	1.89391
15.	RAIFFEISEN ZENTRALBANK	6765	1.82045

Vir: Sinteza, 2007.

- **Gibanje delnice v zadnjem letu**

Slika 11: Gibanje delnic Univerzal banke in promet v milijonih RSD



Vir: Sinteza, 2007.

9.6. AIK Banka

Aik banka spada med najboljše banke na Balkanu in je vsekakor v samem vrhu med bankami v Srbiji. Velja za najbolj dobičkonosno banko, ki vsako leto preseneti z odličnimi rezultati. Banka je v letu 2006 povečala dobiček za 60 odstotkov na dobrih 63 milijonov evrov, aktiva banke pa se je povečala za 70 odstotkov. Donos na kapital tako znaša 22 odstotkov, kar je precej več kot pri primerljivih bankah v Srbiji.

Sedež banke je v Nišu, svoje regionalne centre pa ima banka tudi v Beogradu, Novem Sadu in Kragujevcu. Trenutno je malo manj kot 1500 delničarjev družbe, zaposlenih pa je 390 ljudi. AIK Banka je bila ustanovljena leta 1976 kot interna banka Agroindustrijskega kombinata iz Niša. Kot kreditna in finančna družba je imela ugled močne brokerske hiše. 10. avgusta 1993 leta je banka dobila licenco Narodne banke Jugoslavije (NBJ), kar ji je omogočilo začetek poslovanja kot banka. Banka se je 27. junija 1995 v skladu z zakonom o bankah organizirala kot delniška družba za poslovanja s klasičnimi bančnimi posli: depoziti, krediti, borznimi posli, garancijskimi posli, plačilnim prometom in podobno.

AIK Banka se na trgu predstavlja kot solventna, likvidna in s čistimi bilancami. V zadnjih dveh letih je zahvaljujoč kapacitetam svojega kapitala, likvidnostjo, solventnostjo in rentabilnemu poslovanju dosegla visoko pozicijo v Črni gori in Srbiji in najboljše poslovne rezultate med vsemi bankami (AIK Banka, 2007).

- **Gibanje delnice v zadnjem letu**

Slika 12: Gibanje delnic AIK banke in promet v milijonih RSD



Vir: Sinteza, 2007.

- **Lastniška struktura**

Tabela 8: Lastniška struktura banke

Zaporedna številka	Ime delničarja	Število delnic	% celotne izdaje delnic
1.	ATEBANK	1140723	19.99999
2.	IRVA D.O.O.	796551	13.96572
3.	EAST CAPITAL ASSET MANAG.	502970	8.81844
4.	IBT	344461	6.03934
5.	VOJVOĐANSKA BANKA A.D.	319110	5.59487
6.	SEE CAPITAL GROUP AG	258329	4.52921
7.	JP ELEKTROPRIVREDA SA P.O.	245944	4.31207
8.	ZB INVEST D.O.O.	148078	2.59621
9.	MD NINI DOO	144590	2.53506
10.	RAIFFEISEN ZENTRALBANK	142206	2.49326
11.	AS HANSAPANK	116625	2.04475
12.	PRODUCT TRADE FINANCE DOO	110230	1.93263
13.	HYPO ALPE-ADRIA-BANK AG	109280	1.91598
14.	HPB D.D.	68321	1.19785
15.	PRIVREDNA BANKA ZAGREB D.D.	66600	1.16768

Vir: Sinteza, 2007.

- **Delniška struktura bank**

Pregled delniške strukture bank pokaže, da so lastniki večinoma tujci, tako pravne osebe, kot tudi fizične osebe preko skrbniških računov avstrijskih bank (Hypo Alpe-Adria-bank in Raiffeisen). Delniška knjiga nam pokaže tudi, da smo Slovenci med glavnimi udeleženci na tem trgu, saj se slovenske družbe in skladi pojavljajo med največjimi lastniki teh bank. Prisotne družbe so Publikum, Poteza, KD, A banka, Zavarovalnica Triglav, AC Naložbe in druge. Med večje lastnike bank se uvrščata tudi sklada East Capital in Gustavus, ki sta tudi sicer med večjimi skladi na Balkanu.

- **Gibanje delnic bank**

Pregled gibanja delnic bank nam pokaže, da se je zanimanje za te delnice začelo stopnjevati na začetku leta 2006. Razlog lahko najdemo tudi v povečanju zanimanja tujcev za prevzeme domačih bank. Optimizem je pri vlagateljih povzročilo upanje, da bodo tujci prevzeli eno od bank, zato so kupovali delnice vedno dražje. Leto 2006 je bilo tako za nekatere delničarje sanjsko, saj se je vrednost delnic nekaterih bank podražila tudi za 100 odstotkov. Nakupni pritisk se je nadaljeval tudi v začetku leta 2007.

10. Analiza delnic

Običajno vlagatelji na trgu kapitala ocenjujejo vrednosti delnic na osnovi dveh metod, in sicer s s tehnično in temeljno analizo vrednostnih papirjev. Na kratko bom opisal obe metodi. Najpomembnejša stvar, ki jo poudarjajo strokovnjaki je, da pravzaprav ni nekih analitskih metod, ki bi znale točno napovedati vrednost posamezne delnice. Med vsemi razpoložljivimi pa so najpomembnejše tiste informacije, ki niso prikazane v finančnih izkazih in bilancah podjetij. V nadaljevanju bom na kratko predstavil obe metodi. Glede na slabo likvidnost trga, v zadnjem poglavju analiziram bančne delnice z uporabo temeljne analize.

10.1. Tehnična analiza delnic

Pri tehnični analizi gre za preučevanje preteklega gibanja tečajev, s ciljem predvideti smer, v katero se bodo gibal v prihodnosti. To poteka z opazovanjem grafov. Glavna vira podatkov, ki se jih uporablja pri tehnični analizi, sta preteklo gibanje tečajev delnic in obseg prometa.

Osnovna logika tehnične analize temelji na naslednjih razmišljanjih:

- **Vse se odraža v tečajih:** V primerjavi z vlagateljem, ki za pomoč pri naložbenih odločitvah uporablja analizo, s katero preučuje temelje poslovanja podjetja, uporabnik tehnične analize izbere drugačen prijem. Predpostavlja, da se vsi dejavniki (ekonomski, politični, psihološki, družbeni, tudi takšni, ki javnosti sploh ne morejo biti znani), ki vplivajo na povpraševanje in ponudbo po delnicah, sčasoma izrazijo v tečaju.

- **Tečaji se gibljejo v trendih:** Pri opazovanju gibanja tečajev gre v bistvu za iskanje t.i. trenda gibanja. Tečaji se namreč po teoriji tehnične analize gibljejo v trendih. Gre za obdobja, za katera je značilno prevladujoče gibanje tečajev v neko smer. Ločimo tri vrste trendov. Ko se tečaji gibljejo navzgor, govorimo o pozitivnem trendu, ko se gibljejo navzdol, o negativnem trendu, ko ni izrazitega gibanja navzdol ali navzgor, pa o stranskem trendu oziroma včasih o odsotnosti trenda. Cilj opazovanja oziroma analiziranja je prepoznati trend na zgodnji stopnji nastajanja, zato da bi pozneje, ko se razvije, ustvarili dobiček oziroma se izognili morebitni izgubi.
- **Zgodovina se ponavlja:** Velik del teoretičnih osnov tehnične analize je povezanih s preučevanjem človeške psihologije. Analitiki so pri pregledovanju zgodovinskih zapisov gibanja tečajev ugotovili, da se na prelomnih točkah redno ponavljajo značilna gibanja, ki kažejo bodisi optimizem ali pesimizem udeležencev na trgu. Gre za psihologijo trga. Imenovali so jih cenovni vzorci. Ker so se takšni vzorci redno pojavljali v preteklosti, se predvideva, da bo tako tudi v prihodnosti, predvsem zato, ker se človeška psihologija le stežka spreminja.

Med najosnovnejša orodja pri tehnični analizi sodijo trendne linije in drseče sredine, ki se uporabljajo pri prepoznavanju trenda. Ugotovitve nato dodatno potrdimo na osnovi gibanja obsega prometa. Pri odgovoru, ali je trenutek primeren za nakup oziroma prodajo delnic, si lahko pomagamo tudi s cenovnimi vzorci, prepoznavanjem odpornih oziroma podpornih ravni. Podporna raven je vrednost ali razpon pod trenutnim tečajem, kjer se pojavi dovolj močan nakupni pritisk, da ustavi morebitno upadanje tečaja. Odporna raven je vrednost ali razpon nad trenutnim tečajem, pri katerem se pojavi dovolj močan prodajni pritisk, da se ustavi rast tečaja. Pogosto se zgodi, da ko tečaj preseže neko odporno raven, ta pozneje postane podporna.

Drugi cenovni vzorci so značilni za obdobja premora, preden se gibanje tečajev nadaljuje v smeri obstoječega trenda. Vzorci nosijo slikovita imena, povezana z njihovo obliko. Med najbolj znanimi vzorci obrata so denimo glava in ramena, dvojno in trojno dno, med najbolj znanimi nadaljevalnimi vzorci pa trikotniki in zastavice.

Čeprav se zdi tehnična analiza sprva enostaven način za analizo delnic, se mora uporabnik zavedati njenih omejitev. V praksi ne deluje vedno tako, kakor se pričakuje v teoriji. Odstopanja so lahko večja ali manjša. Eden od pomembnih dejavnikov, ki povečujejo odstopanje, je nizka likvidnost delnice, ki jo analiziramo. V skrajnem primeru, ko ni povpraševanja in ponudbe, se namreč ne more oblikovati tržni tečaj, katerega gibanje bi lahko analizirali. Predvsem se moramo zavedati, da ni nič gotovo, temveč gre za igro verjetnosti. Tehnični analitik morda meni, da obstaja večja verjetnost nadaljevanja in ne obrata starega trenda. Toda, tudi če je večja od petdeset, ta verjetnost ne dosega sto odstotkov.

Tehnična analiza pokaže rezultate oziroma uspešnost na urejenih oziroma razvitih trgih, kjer se trguje z velikim številom delnic v velikih količinah. Ker tega kriterija balkanski trgi ne izpolnjujejo, tehnična analiza ni primerna in je povsem neuporabna. Na balkanskih trgih ni prav nobena

posebnost, če delnice v enem samem dnevu poskočijo za 100 in tudi 1000 odstotkov. V takšnih primerih je seveda neprimerno uporabljati analizo grafa za napoved prihodnosti. Zaradi teh dejavnikov se pri analizi delnic ne bom uprl na tehnično analizo, temveč bom uporabil temeljno analizo.

10.2. Temeljna analiza

S temeljno analizo preučujemo poslovanje podjetja, in sicer tako, da poskušamo določiti tako imenovano notranjo vrednost delnice. Gre za ocenjeno vrednost delnice, ki jo izračunamo na podlagi (predvsem bilančnih) podatkov o podjetju. Če je izračunana notranja vrednost delnice nižja od tržne, je to znak za nakup delnice.

Glavni vir podatkov za opravljanje temeljne analize so bilance podjetja. Te so lahko revidirane in nerevidirane. Revidirane bilance pregledajo in odobrijo revizorji. S svojim podpisom jamčijo, da so bilance narejene v skladu s predpisi. Nerevidirane bilance naredi podjetje samo in jih ne da v pregled revizorju. Podjetja objavljajo nerevidirane bilance četrtletno, revidirane pa samo enkrat na leto. Poleg tega poznamo še konsolidirane bilance, ki se sestavljajo za celotno skupino podjetij v lasti matične družbe. Nekonsolidirani poslovni rezultati prikazujejo rezultate matične družbe. Pri temeljni analizi se uporabljajo konsolidirani, po možnosti revidirani podatki. To je pomembno zlasti pri analizi holdingov ali družb, pri katerih predstavljajo naložbe v odvisne družbe večji del sredstev.

Podjetja objavljajo štiri različne poslovne izkaze:

- Bilanca stanja prikazuje sredstva in vire sredstev podjetja. V njej se lahko vidi, katera sredstva ima družba v lasti in kakšna je njihova vrednost. Ponavadi imajo podjetja v lasti zemljišča, stavbe, opremo, denar, bančne depozite, vrednostne papirje in podobno. Vrednost sredstev je izračunana na podlagi računovodskih standardov in se lahko od tržne vrednosti bistveno razlikuje. V obveznostih do virov sredstev se vidi, kako je družba financirala svoja sredstva. Lahko jih financira iz kapitala ali z zadolževanjem.
- Izkaz poslovnega izida prikazuje poslovanje družbe v zadnjem letu. Iz njega je razvidno, kako uspešno je bilo podjetje pri prodaji svojih proizvodov. Končni rezultat poslovanja je čisti dobiček ali čista izguba. Družba lahko ustvari dobiček iz poslovanja, financiranja ali iz izrednega poslovanja.
- Izkaz finančnega izida prikazuje finančni rezultat poslovanja družbe. Družbe ustvarjajo denarni tok iz poslovanja, financiranja in vlaganja. Presežek pritokov nad odtoki imenujemo prosti denarni tok. Ta okrepi finančni položaj družbe, omogoča pa tudi izplačilo višjih dividend. Pri opazovanju prostega denarnega toka je dobro poznati naložbeni cikel podjetja. V času, ko veliko vlaga v svoje poslovanje, je denarni tok lahko tudi negativen. Če je naložba donosna, lahko v prihodnje pričakujemo višji denarni tok.

- Izkaz gibanja kapitala prikazuje spremembe v kapitalu družbe v zadnjem letu. Kapital se lahko spremeni zaradi poslovnega rezultata družbe, načina razdelitve poslovnega rezultata (dobička ali izgube), umika lastnih delnic ali dokapitalizacije.

Z bilančnimi podatki, analitik oziroma bodoči investitor, najprej oceni poslovanje podjetja. Pri tem se ugotovi predvsem, kako donosno in varno posluje. Pri donosnosti se ugotavlja, kakšen donos na kapital in kakšen donos na celotna sredstva je dosegla družba. Poleg tega je pomembna njena rast prihodkov in dobička v zadnjih letih. Sledi ocena varnosti poslovanja, kjer je zlasti pomembna ocena sposobnosti družbe, da poravnava svoje obveznosti v prihodnje (bodoči denarni tok družbe).

Kot že rečeno, s temeljno analizo poskušamo oceniti notranjo vrednost podjetja ter predvideti njegovo poslovanje v prihodnje. Na dolgi rok se vrednost delnice približuje notranji vrednosti, na kratki rok pa ni nobenega zagotovila, da se bo tržna cena gibala blizu ocenjene vrednosti. Tržna cena delnice se oblikuje na podlagi ekonomskih (notranje vrednosti) in psiholoških dejavnikov. Ko se kupuje delnico, se kupuje prihodnost podjetja. Nemogoče je namreč zanesljivo vedeti, kako bo poslovalo v naprej, to lahko le ocenjujemo. Ta ocena pa je poleg podatkov o preteklem poslovanju odvisna od osebnih pogledov in optimizma vlagateljev. V času optimizma se lahko zato tržne cene občutno razlikujejo od notranjih vrednosti. Vlagatelji namreč ocenijo, da bo podjetje v prihodnje poslovalo bistveno bolje kakor v preteklosti. Če se takšno stanje nadaljuje, govorimo o borznem balonu.

Borzni balon je za vlagatelje kratkoročno pozitiven, saj cene delnic rastejo, vendar pa na dolgi rok ne more vzdržati in cene padejo. To se lahko zgodi v enem dnevu (tako imenovani črni borzni dnevi) ali pa tako, da se cene dlje časa ne premaknejo na višjo raven, kljub vse boljšemu poslovanju podjetij. S tem prihaja do konvergence notranje in tržne vrednosti delnic.

Temeljna analiza ima pred tehnično analizo vrsto prednosti. V praksi se temeljna analiza uporablja v 90 %, medtem ko tehnični analizi vlagatelj nameni zgolj 10 odstotkov časa. Tehnična analiza ni zato zanemarljiva, uporablja pa se zgolj kot pripomoček pri analiziranju. V diplomski nalogi se bom zaradi teh ugotovitev usmeril zgolj na temeljno analizo. Pri ocenjevanju vrednosti družb na osnovi temeljne analize se v praksi izračunava več kot 20 različnih kazalcev. Pri tem je pomembno, da izračunane vrednosti primerjamo s primerljivimi vrednostmi družb v isti panogi.

10.3. Izračun kazalcev poslovanja

Osnovna stvar, ki jo analitiki in vlagatelji pogledajo pri podjetju, so sredstva oziroma vrednost njene aktive. Po definiciji je aktiva kompleten izvor ekonomskih vrednosti, s katerimi razpolaga podjetje, najbližji pojem aktivi bi bilo premoženje podjetja. Aktiva zavzema vse ekonomske vrednosti podjetja: denar, opremo, nepremičnine, stroje...itd. Dobičkonosnost aktive odraža koeficient ROA ($\text{Return on Assets} = \text{ROA} = \frac{\text{dobiček}}{\text{sredstva}}$), to je dobiček na enoto (100 enot) sredstev. Vrednost sredstev vlagateljem zagotavlja še eno pomembno informacijo. Višja kot je vrednost sredstev, višja je kreditna sposobnost družb, saj vrednost sredstev predstavlja vrednost premoženja, ki ga gospodarske družbe lahko zastavijo za zavarovanje posojil pri banki. ROA nam

pomaga tudi pri oceni dobičkonosnosti novih poslov v podjetju. Novi projekt za podjetje je lahko dobičkonosen samo v primeru, če je ROA večji od višine obresti na bančna posojila. Če je ROA manjši se investicija ne splača.

Dobičkonosnost kapitala odražamo z višino dobička na kapitala (**ROE = dobiček/kapital**). Izračunava se kot dobiček na enoto (sto enot) kapitala. Najprimerneje je primerjati petletne kazalce dobičkonosnosti kapitala, med podjetji v istem sektorju. ROE je tudi dober pokazatelj rasti podjetja. Analitiki predpostavljajo, da skupni prihodki podjetja (razen v primeru, ko se podjetje zadolžuje v bankah), na letnem nivoju ne morejo rasti hitreje od stopnje trenutnega kazalca dobičkonosnosti kapitala ROE. Za primer, če je ROE 15, za podjetje pomeni, da prihodki družbe v naslednjem letu ne more rasti hitreje od 15 odstotkov. Na splošno se predpostavlja, da je 15 odstotna donosnost odraz dobrega poslovanja podjetja. Na Balkanu, kjer se podjetja šele razvijajo in poslovanje še ni učinkovito in optimalno, je povprečje ROE med 3 in 5 odstotki, zelo malo pa jih ima kazalec preko 10 odstotkov. V okviru donosnosti poslovanja bank je v samem vrhu AIK banka, ki ima ta kazalec 22.

Tretji zelo pomemben koeficient se nanaša neposredno na trenutno ceno delnice podjetja na borzi. To je tako imenovan kazalec **P/E (Price to earnings)**, ki se izračunava kot trenutna tržna cena delnice deljeno s dobičkom po delnici (EPS – Earnings per share) podjetja v zadnjem letu. Zgodovinsko gledano je povprečje kazalca na svetovnih trgih med 20 in 25. Če je kazalec manjši od 20, pomeni, da je delnica podcenjena pri trenutni ceni, če pa je kazalec nad 25, je delnica precenjena. Seveda pa se lahko kazalec izračuna samo, kadar podjetje ustvarja dobiček. Če podjetje ustvarja izgubo, se lahko kazalec enači z nič ali pa je lahko negativen. Posplošeno, lahko rečemo, da nam kazalec pove, v kolikih letih bi vlagatelj znesek, ki ga porabi za nakup delnic, unovčil na osnovi bodočih dobičkov podjetja. Če ima podjetja visok kazalec P/E, se pričakuje, da bo podjetje raslo, se razvijalo in dosegalo visoke dobičke. Kazalec je primernejši pri primerjavi posameznih delnic enakega sektorja, kot pa za analizo cene neke delnice na trgu. Kljub vsemu je na podlagi kazalca P/E zelo težko oceniti, ali je delnica podcenjena ali precenjena, zato je smiselno upoštevati več kazalcev in sicer:

- Za ocenitev vrednosti delnice je smiselno primerjati kazalec P/E s stopnjo rasti podjetja. Če je kazalec veliko višji od stopnje rasti podjetja, pomeni, da je cena delnice visoka in obratno.
- Primerjati je potrebno tudi prihodnjo in sedanjo rast zaslužkov. Če je le-ta veliko nižja od P/E, pomeni, da je delnica precenjena.
- Pomembno je upoštevati tudi P/E kazalec industrijskega sektorja, za katerega se zanimamo, saj se le-ti močno razlikujejo med različnimi sektorji.

Poleg kazalca P/E se uporablja tudi kazalec **P/S (Price to sales)**. Izračunava se kot razmerje med trenutno tržno kapitalizacija podjetja in skupnimi prihodki od prodaje v zadnjem letu. Rezultat se izraža številčno pri čemer upoštevamo, da imajo vsa podjetja, katerih kazalci ne presegajo 1, velik potencial za rast. Čim nižji P/S koeficient ima podjetje, atraktivnejša je naložba v delnico. Tu velja malo previdnosti, saj ne smemo zanemariti dejstva, da je nizko P/S razmerje značilno tudi za podjetja pred stečajem.

Pomemben kazalec pri analizi podjetja je tudi kazalec **P/B (Price to book value)** oziroma knjigovodska vrednost delnice. Knjigovodsko vrednost navadne delnice izračunamo tako, da celotni znesek lastniškega kapitala, ki pripada delničarjem, delimo s skupnim številom izdanih delnic podjetja. Vlagatelj mora ta kazalec pazljivo uporabljati, saj sam po sebi ne more biti učinkovit pokazatelj podcenjenosti oziroma precenjenosti delnice. Če je vrednost kazalca 1, to pomeni, da moramo za delnico odšteti natanko toliko, kolikor znaša njena knjigovodska vrednost. Analitiki pogosto obravnavajo delnice, katerih vrednost kazalca P/B je manjša od 1 za varnejše, saj imajo knjigovodsko vrednost delnic za osnovo tržne vrednosti delnic. Tržna vrednost delnic naj ne bi padla pod njeno knjigovodsko vrednost, saj imajo lastniki vedno možnost ukinitve podjetja in odprodaje njegovih sredstev po knjigovodski vrednosti. V praksi to pogosto ne velja, saj veliko podjetij za sredstva ne uspe iztržiti celotne višine knjigovodske vrednosti. Če je kazalec večji od 1, pomeni, da ima podjetje možnost presegati zahtevano dobičkonosnost. Razlika v dobičkonosnosti je tako večja od nič, zato je takšno podjetje sposobno ustvarjati vrednost. V takem primeru ima podjetje večjo tržno vrednost od svoje knjigovodske vrednosti. Ta razlika se imenuje dobro ime (Goodwill). Vrednost dobrega imena nam tako predstavlja sedanjo vrednost prihodnjega poslovanja podjetja. (Bodie, Kane in Marcus 1996, str. 583).

Pri oblikovanju naših ocen na osnovi knjigovodske vrednosti ne smemo pozabiti na nekatere pomanjkljivosti, in sicer (Kleindienst 2001, str. 220-226):

- Knjigovodska vrednost je zasnovana na preteklosti, vlagatelje pa zanima prihodnost podjetja.
- Knjigovodska vrednost je likvidacijski koncept, kar pomeni, da naj bi s prodajo vseh delnic po tej ceni pokrili vse stroške likvidacije.
- Vrednosti sredstev in obveznosti podjetij niso zadovoljiv odraz njihovih dejanskih ali tržnih vrednosti.
- Računovodski izkazi ne zajemajo vsega, torej celotne vrednosti družb.
- Mednarodne primerjavo so močno otežene, predvsem zaradi uporabe različnih računovodskih standardov (posebnost slovenskega računovodstva je, da je inflacijsko).

Pri uporabi knjigovodske vrednosti lahko vidimo, da se pri njeni razlagi upoštevajo dejavniki, ki vplivajo na razlike v razmerjih med tečaji in knjigovodskimi vrednostmi delnic posameznih podjetij. Investitor naj bi med sabo primerjal le razmerja med tečajem in knjigovodsko vrednostjo sorodnih podjetij (po možnosti iz istih panog). Le tako lahko dobi smiselno sliko o gibanju vrednosti delnice. Pri primerjavi razmerji naj bi upošteval vsaj razlike med donosnostjo lastniškega kapitala podjetij (ROE). Pri primerjavi med različnimi podjetji ROE izračunamo tako, da v števcu uporabimo čisti dobiček, zmanjšan za prednostne dividende, v imenovalcu pa vrednost lastniškega kapitala, zmanjšan za popravek kapitala in lastniški kapital prednostnih delničarjev. Toda, investor naj bi večjo pozornost kot bilanci stanja in knjigovodski vrednosti delnice posvetil uspešnosti poslovanja podjetja, ki jo kaže izkaz uspeha. Knjigovodska vrednost delnice naj bi bila tako le pomožno orodje pri odločanju (Kleindienst 2001, 220-226).

Pomembni kazalci oziroma pokazatelji poslovanja so tudi celotne obveznosti. Koeficienti zadolženosti, ki se izračunavajo kot skupne obveznosti deljeno s skupno aktivo. Koeficienti se

izražajo številčno in v odstotkih. Navadno se gibljejo med 0,4 in 0,5 (40 in 50 odstotki). Pri razvitih trgih pa so te številke lahko tudi višje. Pričakuje in sprejema se tudi do 70 odstotna zadolženost, ob predpostavki, da razmeroma stabilnih finančnih trgov. Med podjetji na Balkanu so privlačna predvsem tista, katerih zadolženost ne presega 50 odstotkov. Pomembno je, da dolgovi ne predstavljajo previsokega deleža v prihodkih družbe oziroma, da družba s svojim denarnim tokom lahko brez težav pokrije vse tekoče obveznosti.

V nadaljevanju bom predstavljene kazalce temeljne analize predstavil tudi na primeru bank na beograjski borzi. Možno bi bilo seveda izračunati še veliko več kazalcev s katerimi bi dobili širšo analizo, vendar se bom za potrebe diplomskega dela omejil na nekaj izbranih kazalcev. Skozi izračunane kazalce bom ugotovil, katere delnice bank so trenutno najugodnejše ter vredne nakupa. Poslovni rezultati bank se nanašajo na zadnje razpoložljive podatke. Osnovni kazalci so prikazani v Tabeli 9.

11. Primerjava kazalcev bank

Tabela 9: Širša analiza izbranih bank na borzi v Beogradu

	Banka:	AIK	Agrobanka	Credy	Čačanska	Jubmes	Komercijalna	Metals	Poštanska	Privredna	Univerzal
Kapital	31. 12. 2004	9.934.370	2.075.023	1.076.888	1.366.331	1.658.138	6.277.616	1.293.162	1.546.736	1.009.471	1.444.936
(u 000 RSD)	21. 12. 2005	11.887.127	2.223.929	1.145.599	1.565.040	2.028.556	8.932.819	2.405.953	1.574.162	1.036.538	1.620.516
	31. 12. 2006	16.870.373	6.631.154	1.214.136	3.230.947	2.510.479	15.994.553	4.306.238	2.698.009	2.567.821	3.303.747
	3. 3. 2007	17.870.030	6.683.863	1.221.514	3.345.918	2.610.931	16.541.957	4.443.723	2.653.540	2.601.139	3.437.750
Dobiček pred	31. 12. 2004	1.989.636	24.388	-236.637	113.366	221.063	304.100	222.248	29.227	24.582	139.713
obdavčitvijo	21. 12. 2005	2.660.228	68.916	-54.554	130.813	150.355	513.311	280.490	44.561	28.600	228.008
(u 000 RSD)	31. 12. 2006	3.861.692	275.808	64.289	277.651	495.963	914.014	370.088	-1.704.841	232.758	486.330
	3. 3. 2006	999.237	53.297	-20.811	114.970	106.797	327.449	108.361	-44.469	33.318	134.003
Skupno število delnic (skupaj s prednostnimi)		6.756.462	654.283	130.009	133.590	123.541	885.663	325.925	271.491	113.456	473.198
Knjigovodska vrednost (po prospektu borze)		2.498	21.136	9.339	24.168	20.321	18.059	19.576	9.938	22.633	9.760
Knjigovodska vrednost (po tečajnici borze)		2.645	21.221	9.396	25.046	21.134	18.677	18.924	9.974	22.926	7.265
Tržna cena		10199	35.466	30.002	94.000	103.000	114.000	56.419	60.000	105.999	41.621
Cena na 1. trgovanju		3.021	12.000	19.999	16.316	22.500	68.900	41.300	22.000	64.090	10.500
52-weeks	High	15.829	50.000	40.001	102.000	165.000	155.000	68.979	90.000	134.000	50.900
	Low	3.350	15.104	16.977	37.900	40.000	46.000	41.300	17.100	43.000	13.500
Vir: BELEX	P/B	4,08	1,68	3,21	3,89	5,07	6,31	2,88	6,04	4,68	4,26
	ROA	10,08	1,35	1,19	4,08	10,59	0,89	0,90	n/a	1,72	4,91
	ROE	22,89	4,16	5,3	8,59	19,76	5,71	6,49	n/a	9,06	4,26
	P/E	17,84	80,27	60,67	45,23	25,66	110,47	65,84	-4,61	51,67	110,29
	P/S	2,75	2,85	2,53	12,82	8,39	5,97	10,23	1,6	8,98	4,64
	EPS	571,56	441,83	494,50	2.078,31	4.014,56	1.032,00	856,86	-13.042,00	2.051,53	377,37
Vir: Lastni izračun	P/B	3,86	1,67	3,19	3,75	4,87	6,10	2,98	6,14	4,62	5,73
Free float (%)		45,58	82,22	25,03	31,11	44,55	34,69	75,67	8,15	71,50	59,86
Povprečen dnevni promet (3 mesece)		8.737	1.545	95	41	62	98	773	154	242	276
Povprečen dnevni promet (3 mesece) v EUR		1.213.619,00	765.843,00	38.168,00	48.248,00	101.205,00	160.154,00	519.002,00	102.126,00	302.629,00	154.452,00
Tržna kapitalizacija v EUR Mio		710,89	268,85	47,67	153,31	155,50	1.181,82	224,72	95,98	146,97	161,55

Vir: Lastna analiza

12. Obrazložitev rezultatov analize

Pri pregledu tabele najprej opazimo precej nizko vrednost donosa na kapital (ROE) pri bankah. Donosnost kapitala je precej nižja od primerljivih bank v širši regiji. Kot bo prikazano v kasnejši analizi, je ta kazalec pri bankah v Poljski, na Češkem, na Madžarskem, v Romuniji in Bolgariji načeloma nad 18, v Srbiji pa se v povprečju giblje med 4 in 9. Po učinkovitosti izstopa AIK banka, ki ima kazalec ROE 22, kar jo uvršča med najboljše banke na Balkanu.

Slaba dobičkonosnost bank se kaže tudi pri kazalcu ROA, saj ta v povprečju meri skromnih 2,2 odstotka (brez AIK banke in Jubmes banke). Zopet je v ospredju AIK banka, ki ima kazalec 10,08. Na prvo mesto se uvršča Jubmes banka, ki ima kazalec ROA 10,59. Če izvzamemo Poštansko štedionico in Credy banko, se na zadnje mesto uvršča Komercijalna banka Beograd, ki ima kazalec ROA 0,89. Nizka vrednost kazalca nam pove, da vodstvo banke slabo upravlja z njenimi sredstvi. Ne glede na to, se v povprečju pričakuje, da bo razvoj bančnega sektorja v prihodnje tudi povečal dobičkonosnost bank. Trenutno se, glede na predstavljena kazalca, zdi najprimernejši nakup delnic AIK banke iz Niša, pri kateri so kazalci najvišji.

Glede na to, da so bančne delnice v zadnjem času najbolj 'vroča' naložba, bom v nadaljevanju poskušal oceniti njihovo tržno ceno. Poglejmo najprej večkratnik knjigovodske vrednosti oziroma borzni kazalec P/B (Price to Book ratio), ki kaže razmerje med tržno ceno delnice in knjigovodsko vrednostjo delnice. Ta kazalec je najvišji pri Univerzal banki, Poštanski štedionici in Komercijalni banki, ki meri okoli 6. S tem se uvrščajo med najdražje banke na Balkanu. Visok kazalec je posledica velike rasti delnice v zadnjem letu, kar velja za vse bančne delnice. Povprečni kazalec P/B vseh desetih bank, zajetih v analizo, meri 4,9, pri čemer ima Agrobanka najnižji kazalec (1,67), najvišjega pa že prej omenjena Poštanska štedionica (6,14).

Nadalje se kot kazalec pri vrednotenju naložb in odločanju o nakupu vrednostnih papirjev uporablja kazalec P/E. Nanaša se neposredno na trenutno ceno delnice podjetja na borzi. Zaradi velikega porasta bančnih delnic je ta kazalec pri vseh bankah zelo visok. Če imajo podjetja visok kazalec P/E, se pričakuje, da bo podjetje raslo, se razvijalo in dosegalo visoke dobičke, kar tudi odraža trenutna pričakovanja vlagateljev na Balkanu. Povprečje kazalca P/E pri osmih bankah (iz analize smo izvzeli Poštansko štedionico, ki posluje z minusom in ima negativen P/E) je kar 50, kar nakazuje, da so trenutne cene teh bančnih delnic precenjene. Podrobna analiza pokaže, da je edina delnica, ki je še primerna za nakup (ob predpostavki, da je delnica smotrna za nakup, če je kazalec nižji od 20), je delnica AIK banke, ki ima pri ceni 10200 dinarjev kazalec P/E 17.

Glede na izračunane kazalce je primerna za nakup delnica AIK banke, ki v primerjavi z drugimi bankami v regiji velja za najboljšo. Seveda pa sami kazalci še niso temelj za nakup, so pa osnova za nadaljnjo raziskovanje in analiziranje.

Nenazadnje velja primerjati poslovanje bank na beograjski borzi še s primerljivimi bankami v regiji. Osnovni kazalci poslovanja izbranih bank so prikazani v Tabeli 10. Če kazalce primerjamo s

kazalci od srbskih bank, lahko ugotovimo, da so te banke cenejše od beograjskih. Povprečen kazalec P/E znaša približno 25, kar je precej manj od kazalca, ki smo ga izračunali za srbske banke. Bolj primerljiv je kazalec P/B, ki znaša v povprečju 3,9, pri izbranih bankah v regiji, medtem ko se v povprečju pri srbskih bankah giblje okoli 4,9. Opaznejša pa je razlika pri kazalcih dobičkonosnosti ROA in ROE, kjer so izbrane banke veliko bolj učinkovite. Z njimi se kosa le AIK banka, medtem ko ostale zaostajajo. Med izbranimi bančnimi delnicami so zanimive slovaške banke, ki kotirajo pri najnižjih kazalcih, dobra pa je tudi češka Komerčki banka

Tabela 10: Analiza izbranih bank v širši regiji

POLJSKA (PL Zlot)	PRICE	P/E	P/B	ROE	ROA
BPH BANK	974	22	4,08	19,18	2,07
PEKAO BANK	262,4	24,27	5,20	18,74	2,52
BANK ZACHODNI	283,4	27,27	5,22	20,66	2,42
BRE BANK	465	31,59	5,42	18,45	1,12
ČEŠKA (CZK)					
KOMERČKI BANKA	3688	15,39	2,80	18,01	1,64
SLOVAŠKA (SLK)					
OTP BANKA	400	39,73	1,82	7,05	0,45
VSEOBECNA UVEROVA BANKA	3931	13,62	2,46	18,07	1,60
MADŽARSKA (evro)					
OTP BANKA	34,9	11,95	3,06	28,16	3,04
ROMUNIJA (RON)					
BRD BANKA	21,4	28,94	8,18	30,99	3,25
BOLGARIJA (BGN)					
CENTRAL COOPERATIVE BANK	8,16	41,82	3,30	9,17	0,94
MAKEDONIJA (MKD)					
KOMERCIJALNA BANKA SKOPJE	6250	31,35	3,13	N/A	N/A
STOPANSKA BANKA BITOLA	11820	18,32	3,02	N/A	N/A
OHRIDSKA BANKA	8670	26,37	3,29	N/A	N/A

Vir: Bloomberg in lastne analize, 2007.

13. Sklep

Srbija kot visoko razvijajoča se država ostaja zanimiva destinacija vlagateljev. Problemov z likvidnostjo delnic je vedno manj, transparentnost in asimetrija informacij na trgu pa se izboljšujeta. Nekaj težav ostaja v povezavi z tečajnim in deželnim tveganjem, ki pa bosta ob primernem vodenju politike v prihodnje najverjetneje odpravljena. Problem lahko v bodoče predstavlja predvsem politična situacija v državi, čeprav verjamem, da bo premagal razum ter da Srbiji omogočen hitrejši napredek in razvoj.

Privatizacija državnih podjetij, prodaja podjetij tujim investitorjem, odpiranje državnih meja in s tem širjenje domačega tržišča in proizvodnje izven državnih meja so glavna vodila za nadpovprečno

višanje tečaja delnic posameznih podjetij, pa tudi borznih indeksov. Med glavnimi trgi bo po mojem mnenju ostal tudi beograjski »borzni parket«, ki je z donosi navduševal zadnja leta. Seveda pa niso samo pretekli donosi razlog za investiranje na ta trg, ampak tudi sam bodoči potencial, ki ga beograjska borza skriva. To pa je tudi glavni razlog za investiranje v srbske delnice.

Banke v Srbiji so v zadnjih dveh letih veljale za najbolj priljubljeno zatočišče vlagateljev. Z njimi je bilo opravljeno največ prometa, vrednost njihovih delnic pa so »poletele«. Kot sem prikazal pri analizi bančnih delnic, je vrednost teh delnic že zelo visoka, večina je tudi precenjenih. Le-to potrjuje tudi primerjava njihovih vrednosti z drugimi bankami v širši regiji. Previdnost vlagateljev pri vlaganju v te vrednostne papirje zato ni odveč. Kot alternativno naložbo bi lahko, kot že rečeno, izbrali tudi druge banke v regiji, ki so le-te veliko bolj dobičkonosne in imajo bolj razumne tečaje. Srbski bančni trg je trenutno v fazi konsolidacije, ki bo še trajala prihodnjih nekaj let. Tečaji delnic trenutno temeljijo na pričakovanju o prihajajočih prevzemih in visoke rasti bančnega sektorja. Rast delnic, se zaradi navedenih razlogov lahko še nadaljuje, vendar pa ta po mojem mnenju ne bo tako eksplozivna kot sedaj. Kljub temu lahko pričakujemo, da bodo srbske bančne delnice ostale med najzanimivejšimi v regiji. Njihov razvoj bo v bodoče vsekakor določal tudi razvoj finančnega sektorja in institucionalnega okolja, v katerem poslujejo srbske banke in druge gospodarske družbe. Uspešnost le-teh bo namreč vplivala tudi na kakovost bančnega portfelja in posledično uspešnost poslovanja bank.

Literatura

1. Berk Aleš, Peterlin Jožko, Ribarič Peter: Obvladovanje tveganja: Skrivnosti celovitega pristopa. Ljubljana : GV založba, 2005. 280 str.
2. Bodie Zvi, Kane Alex, Marcus J. Alan: Essentials of Investments. New York : Irwin, 1992. 639 str.
3. Bodie Zvi, Kane Alex, Marcus J. Alan: Investments. 4 izdaja. New York : McGraw Hill, 1999. 967 str.
4. Borak Neven: Ravnanje s tveganji–zbornik. Ljubljana : Zveza ekonomistov Slovenije, 1999. 187 str.
5. Dimovski Vlado: Bančništvo – zapiski predavanj. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1996. 74 str.
6. Kavčič Marija: Regulacija in nadzor bank. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999. 103 str.
7. Kešeljevič Aleksandar, Zajc Peter: Denarna uprava in izkušnje posameznih držav. Bančni vestnik, Ljubljana, 49(2000), 5, str. 2-7.
8. Kleindienst Robert: Varčevanje v domačih in tujih delnicah. Ljubljana : GV Založba, 2001. 517 str., 23 pril.
9. Mramor Dušan: Teorija poslovnih financ. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2002. 191 str.46
10. Odlazek Vojko: Novi trgi in njihove pasti. Družinski delničar, Ljubljana, 03.12.2004.
11. Prohaska Zdenko: Finančni trgi. 2 izdaja. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2004. 205 str.
12. Ribnikar Ivan: Deželno in suvereno tveganje. Bančni vestnik, Ljubljana, 47(1998), 10, str. 44-46.
13. Ribnikar Ivan: Monetarna ekonomija I.: Denar, finančne institucije in denarna politika. 1 izdaja. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999. 380 str.
14. Ribnikar Ivan: Denarne uprava, denarni odbor, svet ali urad. Bančni vestnik, Ljubljana, 49(2000), 3, str. 47-49.
15. Ross A. Stephen, Westerfield W. Randolph, Jordan D. Bradford: Corporate Finance. 2 izdaja. Homewood : Richard D. Irwin, 1993. 912 str.
16. Smithson W. Charles, Smith W. Clifford, Wilford D. Sykes: Managing Financial Risk. Homewood : Richard D. Irwin, 1995. 538 str.
17. Summers J. Bruce: The Payment Sistem – Design, Management and Supervision. Washington D.C. : International Monetary Fund, 1994. 214 str.
18. Veselinovič Draško: Emerging capital markets development, with some focus on Slovenia. Ljubljana : Ljubljana Stock Exchange, 2005. 23 str.
19. Zajc Peter: Denarna uprava. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2000. 79 str.

Viri

1. Aik banka.
[URL: <http://www.aikbanka.co.yu>], 22. 03. 2007
2. Agencija za privatizaciju Republike Srbije.
[URL: <http://www.pa-serbia.co.yu/>], 15. 03. 2007.
3. Agrobanka.
[URL: <http://www.agrobanka.co.yu>], 22. 03. 2007.,
4. Akcijski fond Republike Srbije.
[URL: <http://www.share-fund.co.yu/>], 25. 02. 2007.
5. Beogradska berza.
[URL: <http://www.belex.co.yu>], 27. 02. 2007.
6. Business opportunities in Serbia.
[URL: <http://www.serbia.sr.gov.yu>], 22. 03. 2007.
7. Centralni registar – depo i kliring hartija od vrednosti.
[URL: <http://www.crhov.co.yu/>], 23. 02. 2007.
8. Ekonomist On-Line.
[URL: <http://www.ekonomist.co.yu/>], 10. 04. 2007.
7. Gospodarska zbornica Srbije.
[URL: <http://www.pks.co.yu>], 12. 04. 2007.
8. Invest in Serbia.
[URL: <http://www.invest-in-serbia.com/>], 19. 03. 2007.
9. Ljubljanska borza vrednostnih papirjev, d. d., Ljubljana.
[URL: <http://www.ljse.si/>], 22.03.2007.
10. Komercijalna banka.
[URL: <http://www.kombank.com>], 22. 03. 2007.
11. Metals banka.
[URL: <http://www.metals-banka.co.yu>], 22. 03. 2007
12. Ministarstvo za privredu i privatizaciju.
[URL: <http://www.mpriv.sr.gov.yu>], 25. 02. 2007.
13. Narodna banka Srbije.
[URL: <http://www.nbs.yu/>], 22. 03. 2007.
14. See News.
[URL: <http://www.see-news.com/>], 25. 05. 2007.
15. Sem-on.net.
[URL: <http://www.sem.on.net/>], 25. 05. 2007.
16. Sinteza.
[URL: <http://www.sinteza.net/>], 28. 05. 2007.
17. YU privatizacija.
[URL: <http://www.privatizacija.co.yu/>], 22. 03.2007.
18. Univerzal banka.
[URL: <http://www.ubbad.co.yu>], 22. 03. 2007