



**CRNA GORA**

**Ministarstvo kapitalnih investicija**

**ANALIZA POSLOVANJA ENERGETSKIH SUBJEKATA U VEĆINSKOM VLASNIŠTVU DRŽAVE U  
CRNOJ GORI**

**-za period 2019-2022-**

**Podgorica, jun, 2023.**

## SADRŽAJ

1. UVODNE NAPOMENE .....	7
2. METODOLOŠKI OKVIR .....	8
3. INSTITUCIONALNI I ZAKONODAVNI OKVIR POSLOVANJA PRIVREDNIH DRUŠTAVA U VEĆINSKOM VLASNIŠTVU DRŽAVE U SEKTORU ENERGETIKE .....	9
3.1 Zakonodavni okvir poslovanja energetske subjekata u Crnoj Gori .....	9
3.2 Institucionalni okvir poslovanja energetske subjekata u Crnoj Gori .....	10
3.3 Regulatorne cijene .....	10
4. ANALIZA FINANSIJSKIH PERFORMANSI ENERGETSKIH SUBJEKATA .....	13
4.1 Analiza finansijskih performansi na agregatnom nivou - za devet DP .....	13
4.2 Mapa rizika za sektor energetike, shodno analiziranim finansijskim indikatorima .....	18
4.3 Finansijske performanse na nivou devet privrednih društava pojedinačno .....	18
4.3.1 Elektroprivreda Crne Gore a.d. Nikšić .....	18
4.3.1.1 Opšte karakteristike .....	18
4.3.1.2 Analiza finansijskih performansi i rizika .....	19
4.3.2 Crnogorski elektrodistributivni sistem d.o.o. Podgorica (CEDIS) .....	23
4.3.2.1 Opšte karakteristike .....	23
4.3.2.2 Analiza finansijskih performansi i rizika .....	24
4.3.3 Rudnik uglja a.d. Pljevlja (RUP) .....	29
4.3.3.1 Opšte karakteristike .....	29
4.3.3.2 Analiza finansijskih performansi i rizika .....	29
4.3.4 EPCG-Solar Gradnja d.o.o. Nikšić .....	33
4.3.4.1 Opšte karakteristike .....	33
4.3.4.2 Analiza finansijskih performansi i rizika .....	33
4.3.5 Zeta Energy d.o.o. Danilovgrad .....	37
4.3.5.1 Opšte karakteristike .....	37
4.3.5.2 Analiza finansijskih performansi i rizika .....	37
4.3.6 Berza električne energije (BELEN) d.o.o. Podgorica .....	40
4.3.6.1 Opšte karakteristike .....	40
4.3.6.2 Analiza finansijskih performansi i rizika .....	40
4.3.7 Crnogorski elektroprenosni sistem a.d. Podgorica (CGES) .....	44
4.3.7.1 Opšte karakteristike .....	44

4.3.7.2 Analiza finansijskih performansi i rizika .....	44
4.3.8. Operator tržišta električne energije COTEE d.o.o.....	49
4.3.8.1 Opšte karakteristike .....	49
4.3.8.2 Analiza finansijskih performansi i rizika .....	49
4.3.9 Montenegro Bonus d.o.o. ....	52
4.3.9.2 Analiza finansijskih performansi i rizika .....	52
5. ZAKLJUČCI I PREPORUKE .....	56

## Lista skraćenica

**BELEN** -Berza električne energije

**CGES** - Crnogorski elektroprenosni sistem AD

**CEDIS**- Crnogorski elektrodistributivni sistem d.o.o.

**COTEE** – Crnogorski operator tržišta električne energije d.o.o.

**EPCG** - Elektroprivreda Crne Gore

**Grupa EPCG** - EPCG a.d, CEDIS d.o.o Podgorica, Rudnik uglja a.d.. Pljevlja, Zeta Energy d.o.o. Danilovgrad, EPCG Solar Gradnja d.o.o Nikšić, EPCG d.o.o. Beograd

**DP**- Privredna društva u većinskom vlasništvu države

**MMF** - Međunarodni monetarni fond

**MKI** - Ministarstvo kapitalnih investicija

**MF** - Ministarstvo finansija

**OECD** - Organizacija za ekonomsku saradnju il razvoj

**ROE** - Povrat na kapital

**ROA** - Povrat na imovinu

**RUP** -Rudnik uglja Pljevlja A.D.

**TNG**- Tržište nafte i gasa

## REZIME

Predmetna analiza obuhvata devet privrednih društava u većinskom vlasništvu države Crne Gore (DP) u sektoru energetike koja su registrovana i posluju na teritoriji Crne Gore. To su Elektroprivreda Crne Gore a.d. Nikšić (EPCG) i sa EPCG povezana pravna lica čiji je EPCG većinski vlasnik: Rudnik uglja a.d. Pljevlja, Crnogorski elektrodistributivni sistem d.o.o. Podgorica, Zeta Energy d.o.o. Danilovgrad i EPCG-Solar-Gradnja d.o.o. Nikšić. Ostalih četiri društva koja su predmet ove analize su Crnogorski elektroprenosni sistem a.d. Podgorica (CGES), Berza električne energije d.o.o. Podgorica (BELEN), Crnogorski operator tržišta električne energije d.o.o. Podgorica (COTEE) i Montenegro Bonus d.o.o. Cetinje. Analiza obuhvata period 2019-2022.godina.

Ukupna vrijednost imovine navedenih devet DP u oblasti energetike je u 2022. godini iznosila preko 2,2 milijarde eura ili oko 40% BDP i oko 45% imovine svih DP u Crnoj Gori.

Analiza finansijskih indikatora na agregatnom nivou od devet DP pokazuje da su **od 2021.godine finansijske performanse sektora energetike pogoršane. Finansijski i sa njima povezani fiskalni rizici poslovanja sektora su rastući i povećani su sa niskih na umjerene.**

Uspješnost poslovanja sektora dominantno je uslovljena rezultatima poslovanja EPCG kao najvećeg društva u sektoru sa imovinom od preko 1,3 milijarde eura, odnosno poslovanjem Grupe, koju čine EPCG i sa njom povezana društva čiji je većinski vlasnik, a čije je poslovanje prikazano kroz konsolidovani finansijski izvještaj EPCG. **Prema konsolidovanom finansijskom izvještaju EPCG za 2022.godinu, EPCG kao grupa je ostvarila gubitak od 9,1 miliona eura u 2022. godini i nakon više godina, ušla u zonu negativnog poslovnog rezultata.** To potvrđuju povrat na kapital (ROE) i povrat na imovinu (ROA) koji su, prema podacima iz konsolidovanog finansijskog izvještaja EPCG u 2022.godini bili negativni. Gubitak u poslovanju Grupe EPCG rezultat je pogoršanja profitabilnosti EPCG kao matičnog društva, i negativnog poslovnog rezultata CEDIS-a i EPCG-Solar Gradnje d.o.o. kao društava čiji je osnivač EPCG. Konsolidovani finansijski izvještaj EPCG ukazuje i na pogoršanje likvidnosti i pojedinih pokazatelja solventnosti na nivou Grupe EPCG. Kada se uzmu u obzir transakcije države prema EPCG u 2022.godini, jasno je da pogoršano poslovanje Grupe stvara dodatne fiskalne rizike po državu.

Pokazatelji likvidnosti su pogoršani u 2022.godini, kako u Grupi EPCG, tako i na agregatnom nivou od 9 analiziranih DP, **jer je trend poslovanja sektora uslovljen poslovanjem Grupe EPCG.**

Među uzroke pogoršanja rezultata poslovanja na nivou sektora spadaju slabosti u korporativnom upravljanju, koji se ogledaju odsustvu postojanja jasnih kriterijuma za izbor odbora direktora društava, nedovoljnoj transparentnosti, nedovoljnoj odvojenosti vlasničke i upravljačke uloge u pojedinim društvima koje se reflektuje kroz direktno miješanje vlasnika u odluke menadžmenta društva čiji je osnivač, odnosno određene kvazifikalne aktivnosti. Takav primjer su odluke Odbora direktora EPCG u 2021. kojima se direktno uticalo na umanjenje prihoda CEDIS-a i koje su doprinijele njegovom negativnom poslovnom rezultatu. Slabosti u korporativnom upravljanju su uticale na smanjenje prihoda i povećanje troškova poslovanja, posebno troškova zarada zbog značajnog rasta prosječnog broja zaposlenih u Grupi EPCG za blizu 600 lica ili za oko 15% u 2022.

godini , ali i povećanja ukupnih obaveza. Dodatni faktori koji su doveli do značajnog pada profitabilnosti u sektoru energetike su nepovoljna kretanja na međunarodnom tržištu, regulisana cijena električne energije, otežana naplata potraživanja i sl.

Društvo koje je ostvarilo poboljšanje finansijskih performansi u 2022, uprkos brojnim izazovima je CGES, čiji su pokazatelji profitabilnosti i likvidnosti u posmatranom periodu 2019-2022.poboljšani, a i solventnost je blago povećana.

## 1. UVODNE NAPOMENE

Privredna društva u većinskom vlasništvu države (DP) imaju važnu ulogu u ekonomskom razvoju Crne Gore i čine značajan dio ekonomije. Ciljevi koji se postavljaju za DP u Crnoj Gori se razlikuju od onih za komercijalna preduzeća, kao i u mnogim drugim zemljama. Dok su komercijalna preduzeća uglavnom fokusirana na generisanje profita za svoje akcionare, entiteti u državnom vlasništvu, osim ekonomskih ciljeva, ispunjavaju i druge specifične društvene ciljeve, kao što su obezbjeđivanje radnih mjesta, služenje javnom interesu ili obezbjeđivanje neophodnih dobara (Razak et al., 2008. ). Prema zvaničnim podacima, u Crnoj Gori postoji oko 200 privrednih društava u kojima država ima vlasništvo, od kojih oko 50 u potpunom ili većinskom vlasništvu države, a ostalo su privredna društva u vlasništvu jedinica lokalne samouprave. Prosječna vrijednost imovine ovih privrednih društava u periodu 2019-2022. činila je oko 90-100% BDP-a, što je slično nekim drugim zemljama u regionu poput Hrvatske, Bosne i Hercegovine i Srbije.

DP u Crnoj Gori su koncentrisana u sektorima prirodnog monopola kao što su energetika, saobraćaj i skladištenje, vodosnabdijevanje, komunalna djelatnost i turizam. Broj zaposlenih u DP u Crnoj Gori je u 2021. činio oko 9% ukupne zaposlenosti, što je prilično visoko i slično nekim drugim ekonomijama Jugoistočne Evrope.

Cilj ove analize je sagledavanje poslovanja i finansijskih performansi DP u sektoru energetike<sup>1</sup> i gasa, u posljednje četiri godine, za period 2019-2022. godina, naročito imjući u vidu krizu izazvanu COVID-19 pandemijom 2020. godine, i poremećaje na međunarodnom tržištu usljed rata u Ukrajini 2022.godine. Analiza obuhvata devet DP čija imovina čini oko 45% ukupne imovine, 40% ukupnih obaveza i oko 60% ukupnih prihoda svih DP u Crnoj Gori.

<b>Tabela 1: Devet analiziranih DP koja posluju u sektoru energetike i gasa</b>
<b>Elektroprivreda Crne Gore A.D. Nikšić</b>
<b>Crnogorski elektrodistributivni sistem d.o.o.</b>
<b>EPCG-Solar-Gradnja d.o.o.</b>
<b>Rudnik uglja Pljevlja A.D.</b>
<b>Zeta Energy d.o.o.</b>
<b>Berza električne energije d.o.o.</b>
<b>Crnogorski operator trzista elektricne energije d.o.o. ( COTEE)</b>
<b>Crnogorski elektroprenosni sistem A.D.</b>
<b>Montenegro Bonus d.o.o.</b>

Od navedenih devet DP, tri su akcionarska društva, a šest njih su društva sa ograničenom odgovornošću.

<sup>1</sup> Konkretnije, prema međunarodnoj klasifikaciji djelatnosti, ova privredna društva su registrovana u sektorima: B-vađenje ruda i kamena; D-snadbijevanje električnom energijom; G-Trgovina na veliko i trgovina na malo i popravka motornih vozila i motocikala

## 2. METODOLOŠKI OKVIR

U metodološkom smislu, analiza obuhvata sagledavanje ključnih aspekata korporativnog upravljanje i izračunavanje finansijskih indikatora na nivou svakog od devet analiziranih privrednih društava, na osnovu njihovih godišnjih finansijskih izvještaja. Izračunati finansijski idikatori se koriste za procjene finansijskih i fiskalnih rizika koji proizilaze iz poslovanja analiziranih privrednih društava, pojedinačno i na nivou sektora. Navedeno se vezuje za metodologiju Međunarodnog monetarnog fonda (MMF-a)<sup>2</sup> koja definiše pragove za procjenu u kojoj mjeri finansijski rezultati poslovanja državnih preduzeća dovodi do fiskalnih rizika za državu kao vlasnika. Takođe, za potrebe analize realizovano je desk istraživanje koje podrazumijeva prikupljanje podataka koji već postoje bilo u okviru internih izvora Ministarstva, internet, profesionalna literature i časopisi, godišnji izvještaji kompanija i dr.

---

<sup>2</sup> IMF SOE Health Check Tool. Navedena metodologija MMF se koristi za analizu najviše 50 nefinansijskih DP u periodu od 5 godina. Predmetna analiza DP u sektoru energetike u Crnoj Gori se odnosi na period od posljedje 4 godine, odnosno na jednu godinu prije pojave COVID-19 pandemije, i post-kovid period, kao i period od nastanka energetske krize na evropskom tržištu.



### 3. INSTITUCIONALNI I ZAKONODAVNI OKVIR POSLOVANJA PRIVREDNIH DRUŠTAVA U VEĆINSKOM VLASNIŠTVU DRŽAVE U SEKTORU ENERGETIKE

#### 3.1 Zakonodavni okvir poslovanja energetske subjekata u Crnoj Gori

Imajući u vidu da je oblast energetike široka, u ovom dijelu analize fokus je na ključnim zakonskim rješenjima koja najviše tangiraju predmetna DP.

**-Zakon o energetici** kojim se određuju energetske djelatnosti, uređuju uslovi i način njihovog obavljanja radi kvalitetnog i sigurnog snabdijevanja krajnjih kupaca energijom, način organizovanja i upravljanja tržištem električne energije i gasa, kao i druga pitanja od značaja za energetiku, poput integracije elektroenergetskog sektora Crne Gore sa istim sistemima drugih država.

**-Zakon o nadzoru nad veleprodajnim tržištem električne energije i prirodnog gasa**, kojim je izvršeno usklađivanje sa Regulativom EU broj 1227/2011 o cjelovitosti i transparentnosti veleprodajnog tržišta energije. Primjena ovog zakona je od značaja za obezbjeđenje adekvatnog funkcionisanja tržišta električne energije, a posebno u kontekstu povezivanja tržišta i formiranja cijena na regionalnom, a ne na nacionalnom nivou.

**-Zakon o privrednim društvima**, kojim se uređuje osnivanje, registracija, upravljanje, restrukturiranje, prestanak i druga pitanja od značaja za rad privrednih društava, preduzetnika i dijela stranog društva. Ovaj zakon daje mogućnost da privredna društva, donošenjem sopstvenih pravnih akata, samostalno uređuju određena pitanja koja se odnose na organizaciju, upravljanje, međusobne odnose vlasnika i sl.

**-Zakon o računovodstvu** kojim se uređuje razvrstavanje pravnih lica registrovanih za obavljanje privrednih djelatnosti i djelova stranih društava, uslovi i način vođenja poslovnih knjiga, organizacija računovodstva, sastavljanje, dostavljanje i objavljivanje finansijskih izvještaja, i druga pitanja od značaja za računovodstvo. Poseban segment posvećen je i korporativnom upravljanju. U skladu sa ovim zakonom (*član 12*) utvrđena je obaveznost da godišnji izvještaj menadžmenta i konsolidovani izvještaj menadžmenta za akcionarska društva, velika pravna lica sadrži prikaz pravila korporativnog upravljanja koje koriste. Takodje, revizor je dužan da izvrši reviziju djelova izjave o primjeni kodeksa korporativnog upravljanja i da mišljenje.

-- **Zakon o državnoj upravi**, kojim se uređuju poslovi državne uprave, organizacija državne uprave, prenošenje i povjeravanje poslova državne uprave, kao i druga pitanja od značaja za vršenje poslova državne uprave. Sa stanovišta ove analize je važan da bi se dodatno sagledao odnos državne uprave i privrednih društava. Prema ovom zakonu poslove državne uprave vrše ministarstva i drugi organi uprave (organi državne uprave).

U poslove državne uprave spada i obezbjeđivanje vršenja poslova *od javnog interesa* ( čl.12, stav 1, tačka 6). Obezbeđivanje vršenja poslova od javnog interesa obuhvata vršenje tih poslova preko ustanova, privrednih društava, preduzetnika, neposrednim izvršavanjem, davanjem koncesija, ulaganjem kapitala i drugim mjerama koje omogućavaju efikasno i racionalno vršenje tih djelatnosti ( čl.21).

### 3.2 Institucionalni okvir poslovanja energetske subjekata u Crnoj Gori

Nadzor nad poslovanjem DP u Crnoj Gori decentralizovan i fragmentiran između više resora: Ministarstva kapitalnih investicija, Ministarstvo finansija, Ministarstva ekonomskog razvoja i turizma, Ministarstva ekologije, prostornog planiranja i urbanizma, Ministarstva poljoprivrede, šumarstva i vodoprivrede itd.

Nadzor nad poslovanjem DP u sektoru energetike vrši Ministarstvo kapitalnih investicija. Vlada preko **Ministarstva kapitalnih investicija** kao resornog, kreira i implementira energetske politiku Crne Gore i vrši upravljanje sa DP. Ministarstvo kapitalnih investicija vrši nadzor na sprovođenjem Zakona o energetici (član 224.Zakona) i propisa donijetih na osnovu ovog zakona.

**Regulatorna agencija za energetiku i regulisane komunalne djelatnosti** (REGAGEN) je zadužena za regulaciju energetskog sektora u Crnoj Gori. Shodno Zakonu o energetici, nadležnosti agencije je izdavanje licenci elektroenergetskim subjektima, praćenje i analiza rada i poslovanja energetske subjekata čime se vrši kontrola:

- 1) pravilnosti rada i poslovanja ili zloupotrebe položaja energetske subjekata na tržištu;
- 2) stabilnosti snabdijevanja energijom radi sprečavanja poremećaja na tržištu energije;
- 3) ispravnosti i tačnosti u finansijskom poslovanju u odnosu na iskazivanje troškova poslovanja koji mogu da utiču na formiranje cijena korišćenja prenosnih ili distributivnih sistema ili sistema za skladištenje;
- 4) izvršavanja obaveza utvrđenih ovim zakonom i aktima Agencije, odnosno aktima koje odobrava Agencija.

Takodje, REGAGEN-a u vršenji nadzora nad veleprodajnim tržištem, i prepoznata je kao jedan od organa koji vrši nadzor nad sprovođenjem zakona koji sadrže odredbe o zaštiti potrošača.

### 3.3 Regulatorne cijene

Energetska kriza koja je u posljednje tri godine pogodila Evropu i cijeli svijet, podigla je cijenu megavata električne energije sa ispod 100 eura na preko 500 eura u jednom periodu. Malo

smirivanje krize rezultiralo je da cijena megavata opadne na oko 105 eura, koliko je, npr. iznosila u aprilu 2023.godine. Cijena električne energije za 17.05.2023. godine prema HUPX bila je:

- bazna 129,86 eura/MWh,
- vršna 127.00 eura/MWh<sup>3</sup>

Zbog takve situacije mnoge države su podigle cijenu energenata po dva ili tri puta, čak i za domaćinstva, želeći na taj način da smanje potrošnju. To nije bio slučaj u Crnoj Gori.

REGAGEN je u 2022. godini sprovela postupak utvrđivanja regulatorno dozvoljenog prihoda i naknada za energetske subjekte koje reguliše. U skladu s tim, jedna od prioritarnih normativnih aktivnosti koje je REGAGEN sprovela u toku 2022. godine bilo je donošenje metodologija za utvrđivanje regulatorno dozvoljenog prihoda i naknada za odgovarajuće subjekte<sup>4</sup>.

U skladu sa Zakonom o energetici ( član 43, stav 8, tačka 2) REGAGEN je u februaru 2022. godine donijela Odluku o trajanju regulatornog perioda za regulisane elektroenergetske subjekte, kojom je utvrđeno da regulatorni period za: operatora prenosnog sistema, operatora distributivnog sistema i operatora tržišta električne energije<sup>5</sup>, počinje 01.01.2023. godine i traje do 31.12.2025. godine<sup>6</sup>.

Regulisani subjekti su u skladu sa propisima podnijeli zahtjeve za utvrđivanje regulatorno dozvoljenog prihoda, cijena ili naknada u predviđenom roku (četiri mjeseca prije isteka važenja odluka o utvrđivanju cijena, odnosno naknada). Operatori su 31. avgusta 2022. godine podnijeli zahtjeve za utvrđivanje novih cijena i naknada za regulatorni period 2023-2025. godina.

Nakon sprovedenih postupaka REGAGEN je donio sljedeće odluke:

- Odluku o utvrđivanju regulatorno dozvoljenog prihoda i cijena za korišćenje prenosnog sistema električne energije za period 01.01.2023-31.12.2025. godina ("Službeni list CG", broj 131/22),
- Odluku o utvrđivanju cijena za pomoćne usluge i usluge balansiranja za period 01.01.2023- 31.12.2025. godina ("Službeni list CG", broj 131/22).
- Odluku o utvrđivanju regulatorno dozvoljenog prihoda i naknade za rad operatora tržišta električne energije za period 01.01.2023-31.12.2025. godina ("Službeni list CG", broj 131/22).

Postupak pokrenut podnošenjem Zahtjeva od strane CEDIS-a je, nakon povlačenja Zahtjeva od strane ovog regulisanog subjekta obustavljen Rješenjem o obustavljanju postupka. Istovremeno

---

<sup>3</sup> 15.maja 2023.godine održana je aukcija za nabavku električne energije za pokrivanje gubitaka u distributivnom sistemu posredstvom BELEN-ove aukcijske platforme za period 17.05.- 31.05.2023.godine i ostvarena je cijena od 94,10 eura/MWh za 8 820 MWh.

<sup>4</sup> U 2022.godini REGAGEN je donio 6 metodologija ( od kojih dvije za oblast gasa) i jedan pravilnik a koje su u vezi sa cijenama.

<sup>55</sup> Regulisani subjekti „Crnogorski elektroprenosni sistem“ AD Podgorica (CGES), „Crnogorski elektrodistributivni sistem“ DOO Podgorica (CEDIS) i „Crnogorski operator tržišta električne energije“ DOO Podgorica (COTEE), u funkciji operatora prenosnog sistema električne energije, operatora distributivnog sistema električne energije i operatora tržišta električne energije

<sup>6</sup> Predloga finansijskog izvještaja sa Izvještajem o radu Regulatorne agencije za energetiku i regulisane komunalne djelatnosti za 2022. godinu

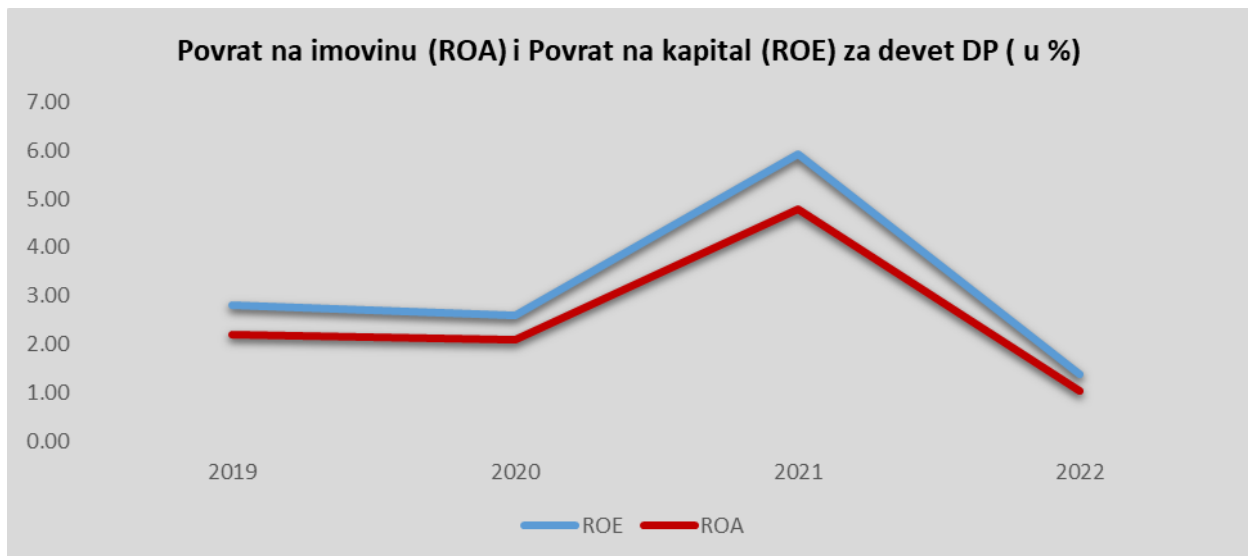
donesena je Odluka o utvrđivanju privremenih cijena za korišćenje distributivnog sistema električne energije ("Službeni list CG", broj 131/22).

## 4. ANALIZA FINANSIJSKIH PERFORMANSI ENERGETSKIH SUBJEKATA

### 4.1 Analiza finansijskih performansi na agregatnom nivou- za devet DP

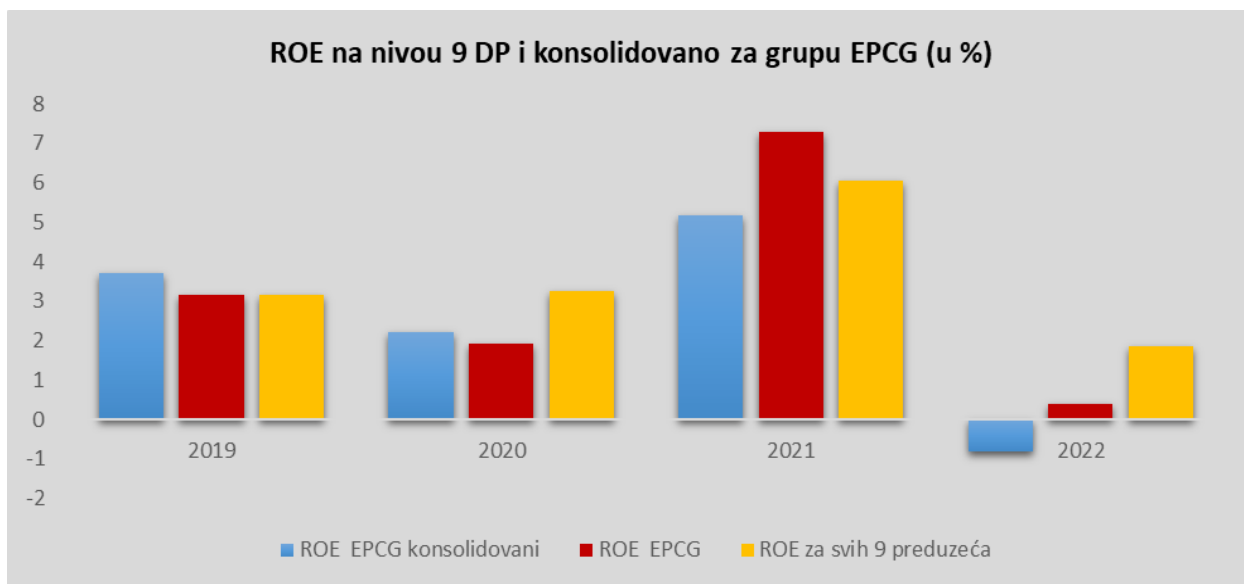
Analiza obuhvata pregled rezultata poslovanja na nivou devet najvećih energetskih subjekata nad kojim Ministarstvo kapitalnih investicija vrši nadzor. Analizirani su pokazatelja profitabilnosti, likvidnosti, solventnosti, kao i pojedinih transakcija države u periodu 2019-2022.godina. Izračunati finansijski pokazatelji reflektuju visinu mogućih finansijskih i fiskalnih rizika poslovanja sektora energetike i gasa po državu kao većinskog vlasnika. *Analiza ukazuje na povećanje fiskalnih rizika poslovanja devet energetskih subjekata, posmatrano agregatno, u periodu 2019-2022. godine. Poslovanje EPCG kao najvećeg privrednog društva u sektoru energetike, kao i društava čiji je ona vlasnik, opredjeljuje ukupne finansijske performanse na nivou sektora kao cjeline. Stoga je usljed pogoršanih poslovnih rezultata EPCG, kao i sa njom povezanih lica, CEDIS-a i EPCG-Solar d.o.o, Grupa EPCG poslovala negativno u 2022.godini, a pogoršana je finansijska slika na nivou sektora kao cjeline. To je povećalo finansijske i ukupne fiskalne rizike poslovanja ovog sektora.*

**Profitabilnost sektora je pogoršana.** Profitabilnost mjerena pokazateljima povrata na imovinu (ROA) i povrata na kapital (ROE) je na nivou devet analiziranih DP, smanjena. Iako su 2021. godine poboljšani indikatori profitabilnosti za sektor kao cjelinu, značajno smanjenje pozitivnog poslovnog rezultata u 2022.godini, izrazilo je povećalo rizike profitabilnosti, odnosno ulaska u zonu negativnog poslovanja. Pri tome je na nivou Grupe EPCG, ostvaren negativan poslovni rezultat, odnosno negativne stope ROE i ROA.



Izvor: Uprava prihoda i carina, finansijski izvještaji kompanije; kalkulacije shodno MMF metodologiji

**Trend profitabilnosti sektora, uslovljen je profitabilnošću Elektroprivrede i DP u čijem vlasništvu učestvuje.** EPCG i njena zavisna pravna lica ili **Grupa Elektroprivrede<sup>7</sup>**, ostvarila je nakon dužeg perioda **negativan poslovni rezultata u 2022. godini, u iznosu od 9,1 miliona eura.** Stopa povrata na kapital (ROE) od -0,81% u 2022.godini, ekvivalent je ostvarenom negativnom poslovnog rezultatu grupacije. Uzroci ostvarivanja gubitka na nivou grupe Elektroprivrede su značajno smanjenje profita EPCG a.d., kao i veliki gubitak CEDIS-a d.o.o i EPCG-Solar-Gradnje d.o.o. kao njenih zavisnih društava. Naredni grafik pokazuje navedeni trend ulaska Grupe Elektroprivrede u zonu gubitka, a takođe pokazuje da je negativan poslovni rezultat Grupe Elektroprivrede uticao na smanjenje profitabilnosti na nivou sektora energetike u cjelini u odnosu na prethodne godine.

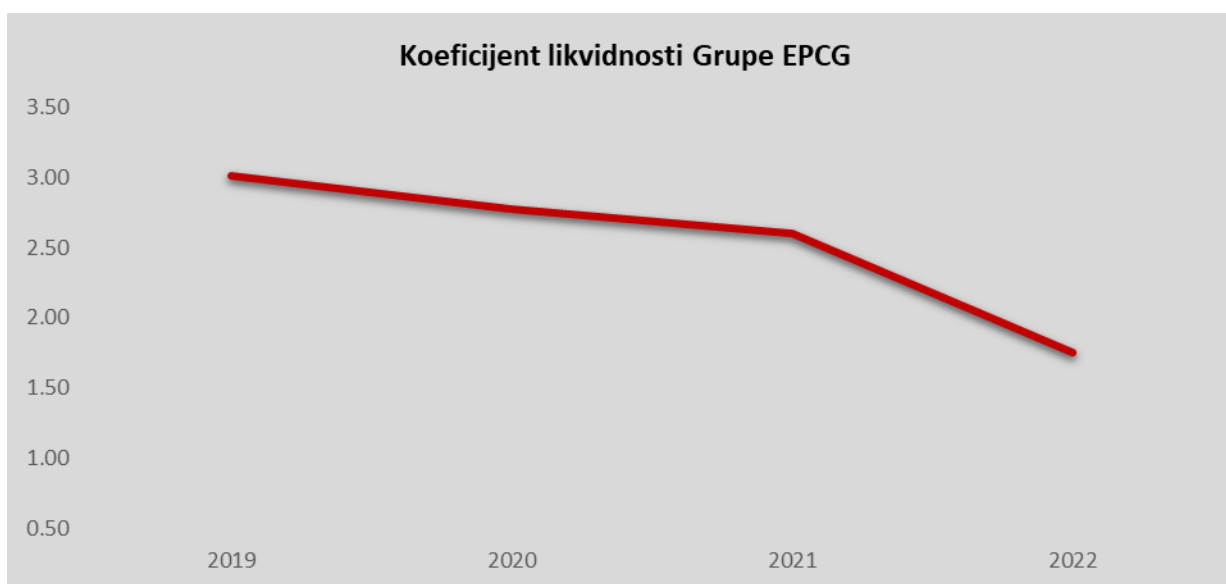
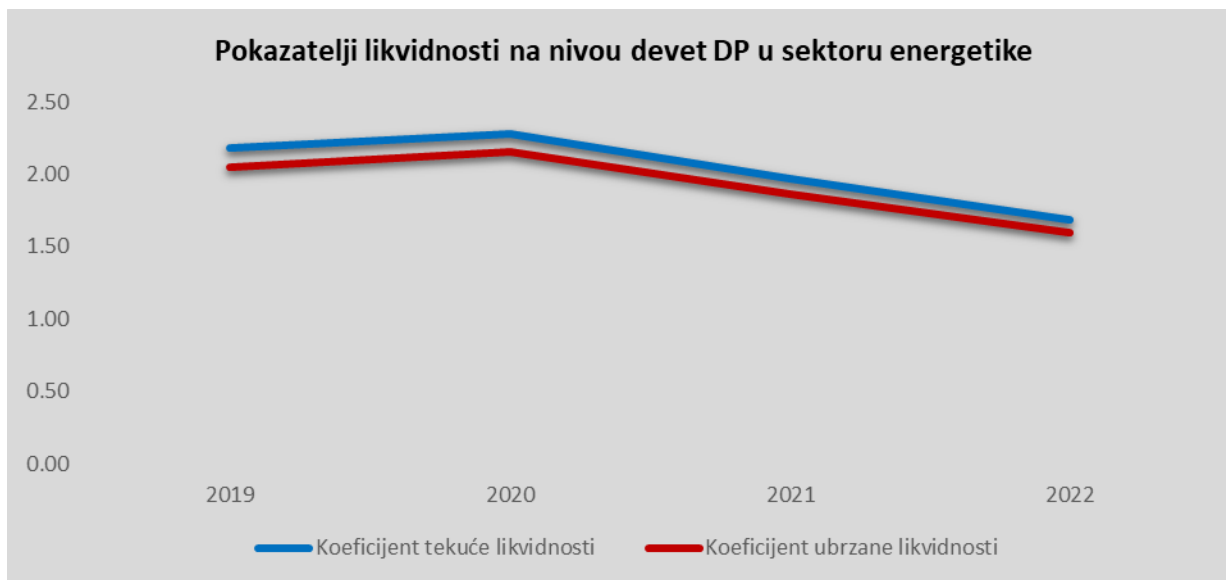


Izvor: Uprava prihoda i carina, finansijski izvještaji kompanije; kalkulacije shodno MMF metodologiji

- **Likvidnost**

**Sektor karakteriše trend smanjenja likvidnosti.** Koeficijent tekuće likvidnosti koji pokazuje stepen pokrivenosti kratkoročnih obaveza tekućom imovinom se kontinuirano smanjuje od 2020. godine, povećavajući rizike likvidnosti, od niskih ka umjerenim. Uzroci navedenog su: nepovoljna kretanja na međunarodnom tržištu, regulisana cijena električne energije, slabosti u korporativnom upravljanju, rast troškova zarada zbog rasta broja zaposlenih, otežana naplata potraživanja i sl. **Likvidnost sektora je značajno umanjena smanjenjem likvidnosti Grupe EPCG, što pokazuje koeficijent likvidnosti Grupe koji je smanjen sa 2,65 u 2021. na 1,75 u 2022.godini.**

<sup>7</sup> Grupu u 2022. godini su činili EPCG a.d. i njena zavisna pravna lica: CEDIS d.o.o Podgorica, Rudnik uglja a.d.. Pljevlja, Zeta Energy d.o.o. Danilovgrad, EPCG Solar Gradnja d.o.o Nikšić, EPCG d.o.o. Beograd

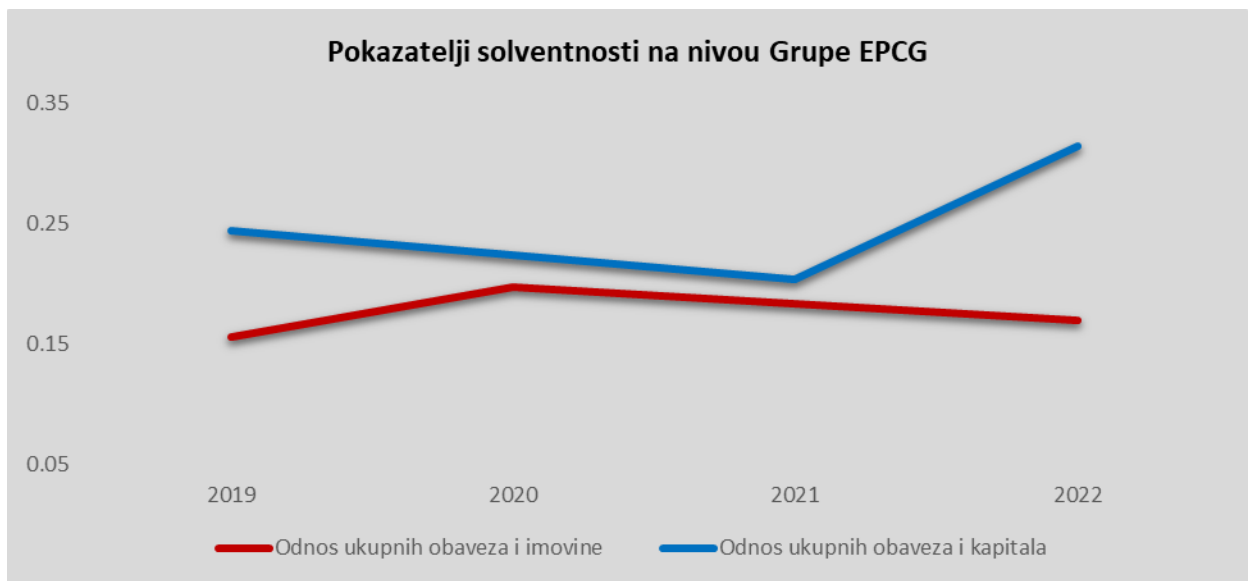
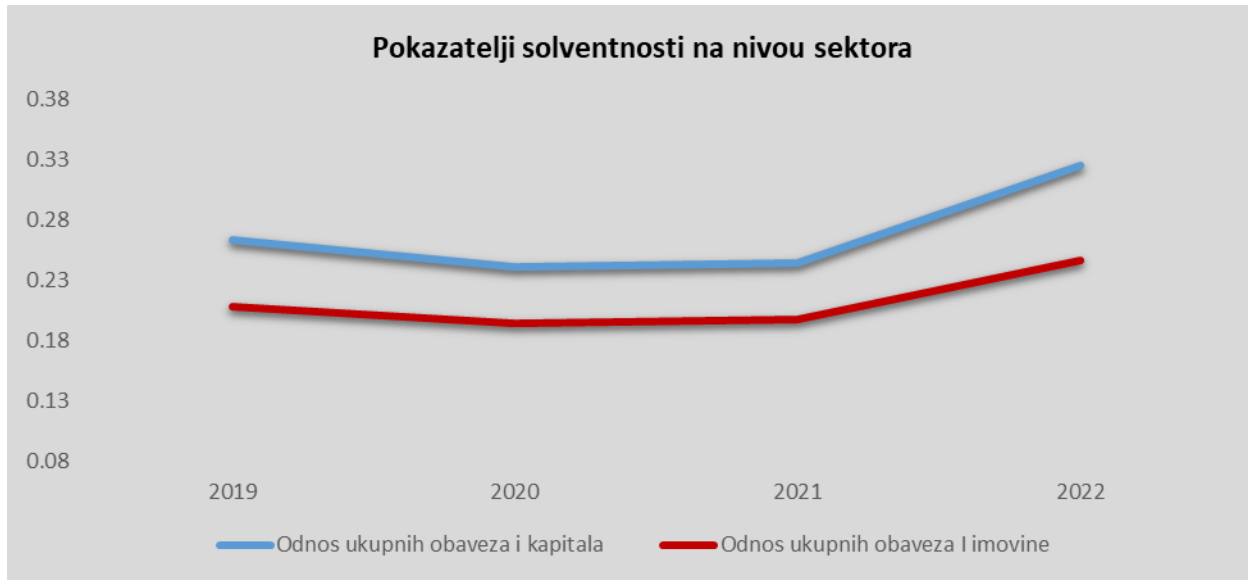


Izvor: Uprava prihoda i carina, podaci iz finansijskih izvještaja

- **Solventnost**

**Solventnost sektora je takođe pogoršana, što se reflektuje u povećanju ukupnih obaveza.** Obaveze DP u sektoru energetike su u 2022. godini povećane, ukazujući na povećani leveridž/rizik (ne)solventnosti u odnosu na nizak rizik u prethodnom periodu. Na navedeno je takođe najviše uticalo poslovanje **Grupe EPCG, čija je solventnost mejrena odnosnom ukupnih obaveza i kapitala pogoršana, zbog povećanja ukupnih obaveza i smanjenja kapitala Grupe EPCG u 2022. godini.** Istovremeno, brže povećanje imovine Grupe EPCG od povećanja obaveza je uticalo na

neznatno poboljšanje solventnosti Grupe mjerene ovim pokazateljima, iako je solventnost sektora u cjelini pogoršana.



Izvor: Uprava prihoda i carina, podaci iz finansijskih izvještaja za 9 DP

- **Transakcije sa državom**

Kada je riječ o transakcijama države, najveće transakcije su u posmatranom periodu usmjerene na Elektroprivredu a.d. i COTEE d.o.o., dok su najveći korisnici državnih garancija EPCG i CGES. Transferi države su u 2019. godini iznosili oko 3 miliona eura, u 2020. godini oko 6 miliona eura, dok je u 2022. godini Ministarstvo finansija iz tekuće budžetske rezerve platilo za otkup sopstvenih akcija EPCG 15 miliona eura.

- **Zaposlenost**



Prosječan broj zaposlenih na nivou sektora analiziranih devet društava se značajno povećao i to za preko 1000 lica u periodu 2019-2022.godina. To povećanje je naročito bilo izraženo u 2022. u odnosu na 2021.godinu, kada je prosječan broj zaposlenih u analiziranih 9 DP porastao za 851<sup>8</sup>.



Izvor: Finansijski izvještaji za devet DP

**Tabela 2: Prosječan broj zaposlenih godišnje, podaci na nivou privrednih društava**

	2019	2020	2021	2022
<b>Elektroprivreda Crne Gore A.D. Nikšić</b>	975	975	975	1109
<b>CEDIS d.o.o Podgorica</b>	1329	1360	1428	1623
<b>CGES A.D. Podgorica</b>	305	302	300	316
<b>Zeta Energy d.o.o. Danilovgrad</b>	21	20	18	18
<b>EPCG-Solar-Gradnja d.o.o. Nikšić</b>			1	319
<b>Rudnik uglja A.D. Pljevlja</b>	670	691	779	966
<b>COTEE d.o.o. Podgorica</b>	17	18	20	18
<b>Belen d.o.o. Podgorica</b>	8	8	7	8
<b>Montenegro Bonus d.o.o. Cetinje</b>	28	27	28	30
<b>Ukupno</b>	<b>3353</b>	<b>3401</b>	<b>3556</b>	<b>4407</b>

Izvor: finansijski izvještaji DP

<sup>8</sup> Izvor: Statistički aneks finansijskih izvještaja privrednih društava

## 4.2 Mapa rizika za sektor energetike, shodno analiziranim finansijskim indikatorima

**Tabela 3: Finansijski rizici poslovanja na nivou devet DP za period 2019-2022. na osnovu selektovanih finansijskih indikatora**

	2019	2020	2021	2022	Značenje kategorije rizika
<b>Profitabilnost</b>					Veoma nizak
ROA	0.02	0.02	0.05	0.01	Nizak
ROE	0.03	0.03	0.06	0.01	Umjeren
<b>Likvidnost</b>					Visok
Koeficijent tekuće likvidnosti	2.18	2.28	1.97	1.68	Veoma visok
Koeficijent ubrzane likvidnosti	2.05	2.16	1.85	1.60	
<b>Solventnost</b>					
Odnos ukupnih obaveza i imovine	0.21	0.20	0.20	0.25	
Odnos ukupnih obaveza i kapitala	0.26	0.24	0.24	0.33	
Odnos ukupnih obaveza I EBITDA	4.42	3.89	3.92	4.83	
<b>Transakcije države</b>	n/a	n/a	n/a	n/a	

Izvor: Finansijski izvještaji DP; kalkulacije na osnovu MMF metodologije

Analizirani finansijski indikatori, kada im se dodaju i dani obrta obrta kupaca i dobavljača, na agregatnom nivou devet privrednih društava, **ukazuju na povećanje ukupnih finansijskih rizika poslovanja DP u 2022. godini, i sa njima povezanih fiskalnih rizika sa niskih u prethodnim godinama, na umjerene<sup>9</sup>.**

## 4.3 Finansijske performanse na nivou devet privrednih društava pojedinačno

### 4.3.1 Elektroprivreda Crne Gore a.d. Nikšić

#### 4.3.1.1 Opšte karakteristike

**Djelatnost:** 3511-proizvodnja i snabdijevanja električnom energijom

**Forma privrednog društva:** Akcionarsko društvo

**Organi upravljanja:** Skupština akcionara, Odbor direktora (5 članova) i Izvršni direktor

**Revizorski odbor:** Ima 3 člana

<sup>9</sup> Prema MMF metodologiji, finansijski rizici se klasifikuju u 5 grupa: veoma niski, niski, umjereni, visoki i veoma visoki. Informacija o transakcijama sa državom nije obuhvaćena jer se za njih nije raspolagalo preciznijim podacima.

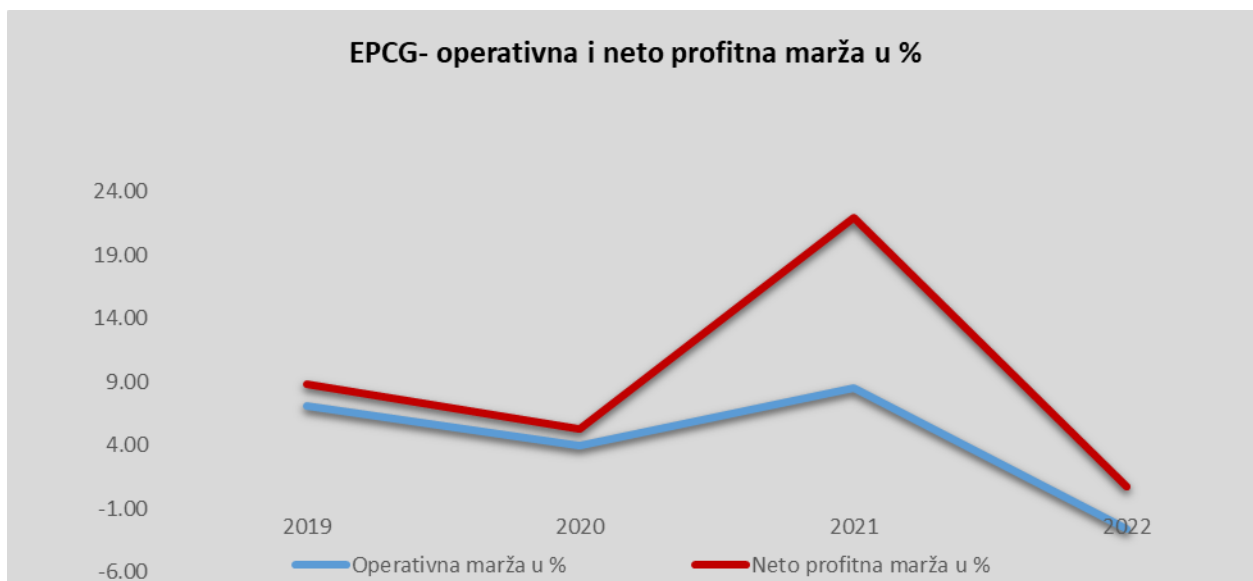
**Kodeks o korporativnom upravljanju:** nije usvojen

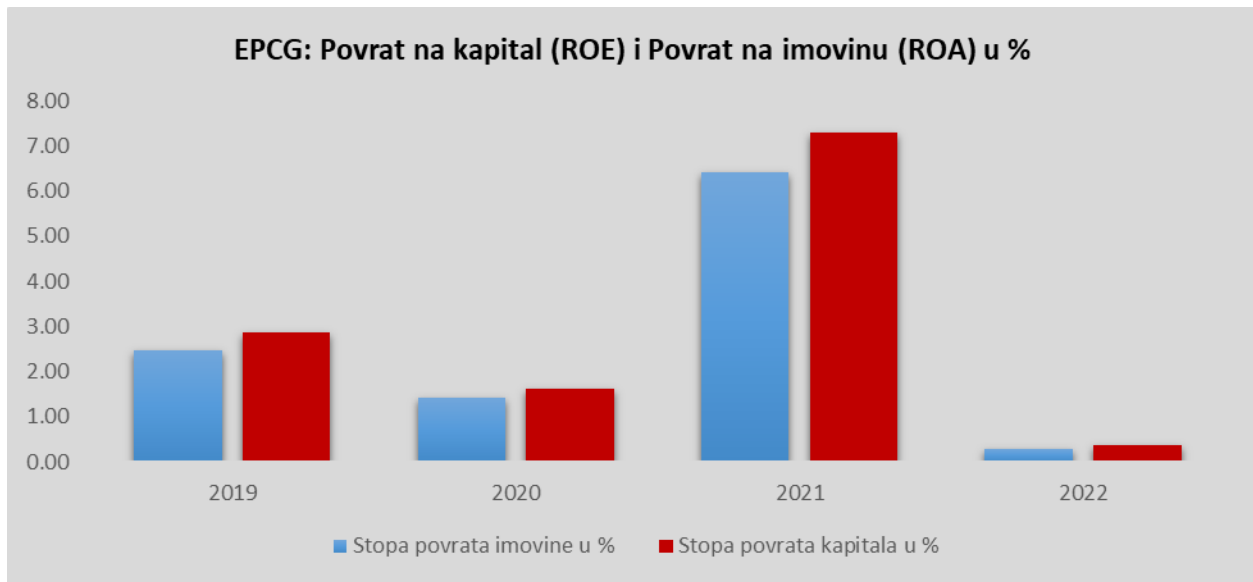
**Učešće države u vlasničkoj strukturi:** Država 98,54%; manjinski akcionari 1,46%.

#### 4.3.1.2 Analiza finansijskih performansi i rizika

- **Profitabilnost**

**Elektroprivreda kontinuirano ostvaruje profit, ali uz opadajući trend.** To potvrđuju i ključni indikatori profitabilnosti: *povrat na imovinu (ROA)* i *povrat na kapital (ROE)*. Stope povrata na imovinu i na kapital su se u 2022. godini približili nultoj vrijednosti, sa skoro 6,41% i 7,31% u 2021. godini. Pozitivan poslovni rezultat društva je značajno smanjen u 2022.godine i to na 3,98 miliona eura. Uzroci smanjenja profitabilnosti društva su: kvazifiskalne aktivnosti, veliki rast rashoda poslovanja od blizu 200 miliona eura u 2022. godini, što je mnogo brži rast od rasta prihoda. Do toga su konkretnije doveli razlozi poput: slabosti u korporativnom upravljanju, nepovoljne hidrologije, nepovoljnih tržišnih kretanja cijena električne energije, povećanja prosječne ostvarene cijene uvezene električne energije u 2021.godini, povećanje troškova zarada usljed značajnog rasta broja zaposlenih itd.

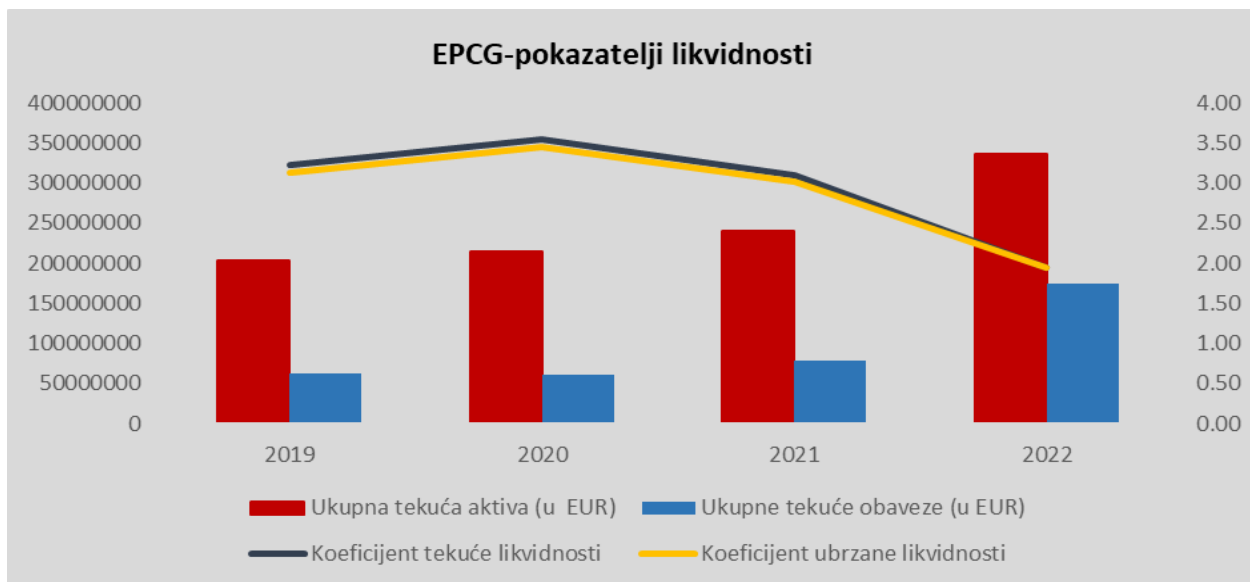




*Izvor: Uparava prihoda i carina, finansijski izvještaji kompanije; kalkulacije shodno MMF metodologiji*

- **Likvidnost**

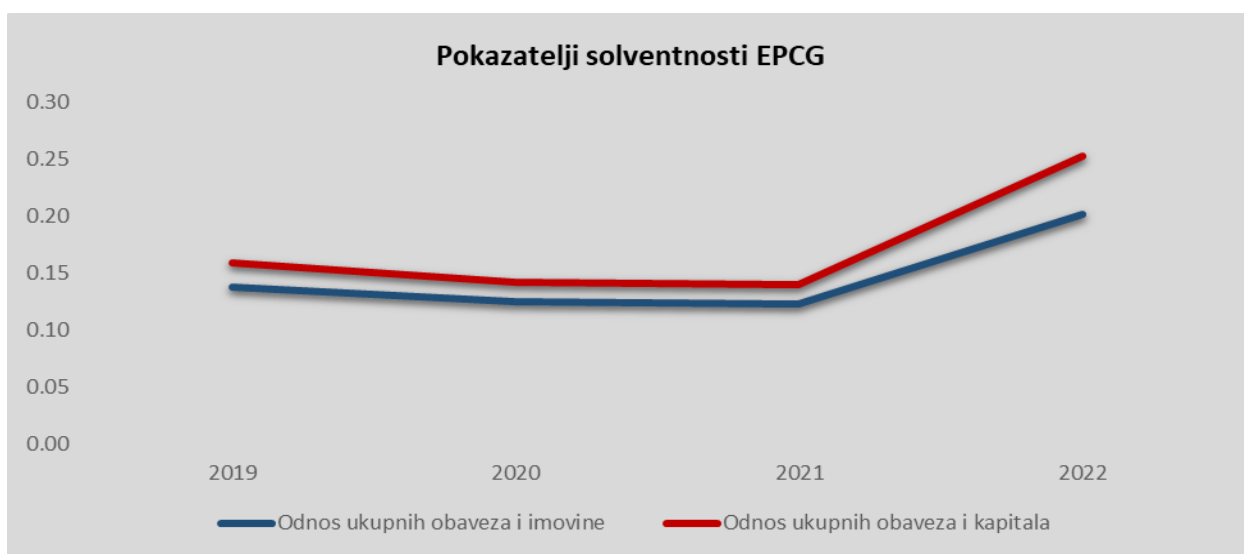
**Likvidnost EPCG je od 2020. godine u kontinuiranom padu.** To potvrđuju koeficijenti tekuće i ubrzane likvidnosti, koji ukazuju da ima sve manje prostora da se iz tekuće imovine pokriju povećane kratkoročne obaveze EPCG, što utiče na povećanje rizika likvidnosti. Koeficijent tekuće likvidnosti EPCG je smanjen sa 3,55 u 2020. na 1,94 u 2022. godini. Konkretnije, smanjenje kratkoročnih finansijskih plasmana je najviše uticalo na smanjenje ukupne tekuće imovine u 2022. godini u odnosu na prethodni period, dok su s druge značajno povećane kratkoročne obaveze i to na 157,8 miliona eura u 2022. godini, sa 63,5 miliona eura u 2020. i 54,3 miliona eura u 2019. kao godini prije pandemije. Takođe, obaveze prema dobavljačima u 2022. godini su skoro udvostručene, sa 27,7 miliona eura u 2021.godini na 51,3 miliona u 2022. godini, dok su u odnosu na 2019., kao pretpandemijsku godinu veće za blizu 300%. Takođe, povećane su i obaveze po osnovu kredita, kao i obaveza prema zavisnim pravnim licima.



Izvor: Uparava prihoda i carina, finansijski izvještaji kompanije; kalkulacije shodno MMF metodologiji

- **Solventnost**

**Analiza solventnosti pokazuje rastuće obaveze kompanije.** Ukupne obaveze u 2022. su povećane u odnosu i na imovinu i na kapital, a naročito u odnosu na EBITDA. Ukupne obaveze su 2022. godine povećane na blizu 270 miliona eura ili za 119 miliona eura u odnosu na 2021.godinu, dok su u periodu 2019-2021.godina prosječno bile na nivou od oko 150 miliona eura godišnje. Navedeni koeficijenti solventnosti ukazuju na umjerene, ali rastuće rizike nesolventnosti EPCG.



Izvor: Uprava prihoda i carina, finansijski izvještaji kompanije; kalkulacije shodno MMF metodologiji

**Tabela 4: Najveće promjene u obavezama i troškovima koje utiču na poslovanje EPCG (u EUR)**

	2019.	2020.	2021.	2022.
Krediti	11,873,707	11,599,530	14,863,806	41,311,536
Dobavljači	13,354,488	13,871,449	27,698,957	51,343,790
Troškovi bruto zarada	20,788,042	20,700,995	22,346,284	26,528,649

Izvor: Uprava prihoda i carina, finansijski izvještaji kompanije

**Tabela 5: Broj zaposlenih u EPCG na kraju izvještajnog perioda**

	31/12/2020.	31/12/2021.	31/12/2022.
Ugovori o radu na neodređeno	883	908	1,011
Ugovori o radu na određeno	46	34	94
Ugovori o dopunskom radu	-	-	-
Ugovori o djelu	25	80	87
Ostalo	10	89	55
Broj zaposlenih	964	1,111	1,247
Prosječna neto zarada	922	1,012	1,105

Izvor: EPCG, MKI

- **Transakcije sa državom**

**Tabela 6: Tekući transferi države prema EPCG (u milionima EUR)**

2019	2020	2021	2022
3,0	3,2	n/a	n/a

Izvor: MF, MMF

**Tabela 7: Potencijalne obaveze po izdatim garancijama države koje nastaju iz poslovanja EPCG (u mil. EUR)**

	2022
Ostatak duga po osnovu kredita za koje je država izdala garancije	12,2

Izvor: MKI

**Tabela 8: Potencijalne obaveze države koje nastaju iz poslovanja EPCG, koje se ne mogu kvantifikovati (u mil. eura)**

	2019	2020	2021	2022
Ostale garancije				-
Sudski sporovi				1.081
Ostale potencijalne obaveze koje se ne mogu kvantifikovati				-

Izvor: EPCG

- **Otvorena pitanja relevantna za poslovanje EPCG<sup>10</sup>**

- Status proizvođača iz kategorije OIE na FID-IN tarifi – čiji je plan proizvodnje na godišnjem nivou i do 550 GWh, za koje treba obezbijediti nastavka podsticaja od strane države;
- Visina cijene za nabavku gubitaka GES-a i CEDIS-a, koja bi trebala biti na nivou približnom cijeni odobrenoj od strane Regulatorne agencije za energetiku i regulisane komunalne djelatnosti;
- Potreba zadržavanja proizvodnje iz obnovljivih izvora energije za domaće tržište;
- Slabosti u korporativnom upravljanju i potreba nemiješanja EPCG u donošenje poslovnih odluka DP čiji je većinski vlasnik.
- Povećani troškovi zarada, kako u EPCG kao matičnom društvu, tako i na nivou grupe
- Negativan poslovni rezultat nekoliko društava u vlasništvu EPCG (CEDIS d.o.o, EPCG-Solar Gradnja d.o.o), izazovi u poslovanju novoosnovanih društava poput EPCG-Solar -Gradnja d.o.o. i neizvjesnosti vezane za EPCG-Željezara Nikšić d.o.o osnovanog u 2023.godini, nepovoljno utiču na finansijske rezultate grupe EPCG.

#### 4.3.2 Crnogorski elektrodistributivni sistem d.o.o. Podgorica (CEDIS)

##### 4.3.2.1 Opšte karakteristike

CEDIS posluje u industriji koja je regulisana od strane REGAGEN-a, koja utvrđuje maksimalno odobrene prihode iz regulisane djelatnosti.

**Djelatnost:** 3513 - Distribucija električne energije

**Forma privrednog društva:** Društvo sa ograničenom odgovornošću

<sup>10</sup> Izvor: Ministarstvo kapitalnih investicija: „Informacija o poslovanju privrednih subjekata u sektoru energetike“

**Organi upravljanja:** Odbor direktora ( 5 članova) izvršni direktor

**Revizorski odbor:** Ima 3 člana

**Kodeks o korporativnom upravljanju:** Usvojen

**Vlasnička struktura:** Elektroprivreda Crne Gore 100%.

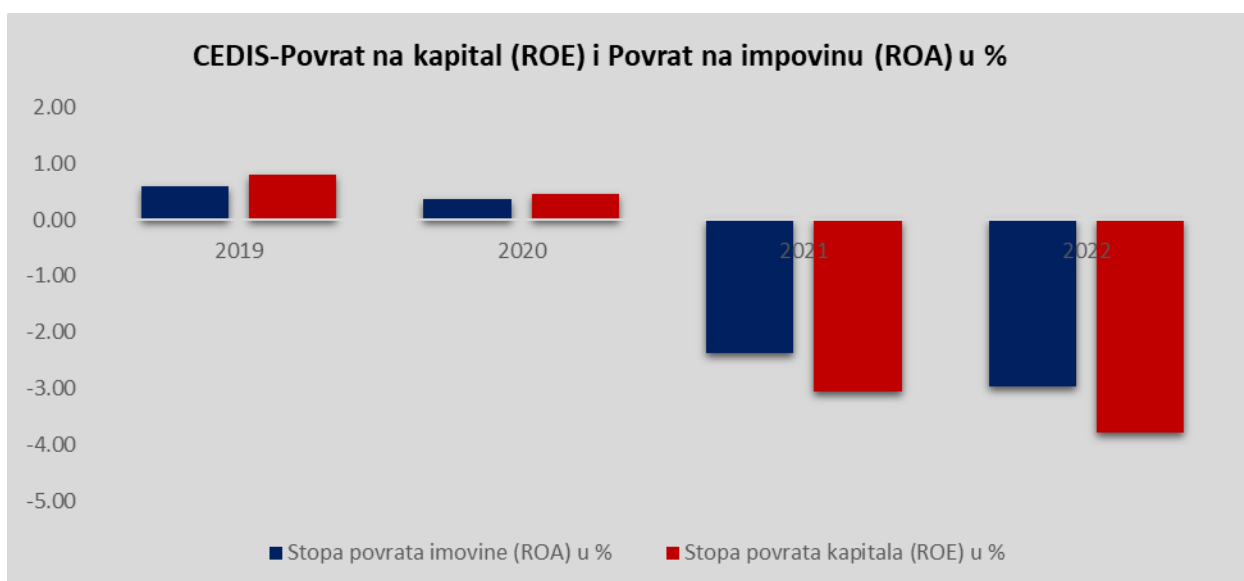
#### 4.3.2.2 Analiza finansijskih performansi i rizika

- **Profitabilnost**

**Profitabilnost kompanije je u posljednje dvije poslovne godine značajno pogoršana.** Kompanija je od 2021.godine u zoni poslovnog gubitka, koji je u 2022. godini iznosio čak 11 miliona eura. To potvrđuju i ključni indikatori profitabilnosti: *povrat na imovinu (ROA)* i *povrat na kapital (ROE)*, koji su u 2021. godini bili negativni. Stopa povrata imovine (ROA) u 2022. je bila negativna i iznosila je -2,96%, dok je stopa povrata na kapital (ROE) iznosila -3,69% (vidjeti grafike u nastavku). Operativna i neto profitna marža su takođe negativne od 2021. godine. Uzroci ulaska CEDIS-a u zonu neprofitabilnog poslovanja su: visoki poslovni rashodi koji su u 2021. i 2022. godini povećani mnogo brže od prihoda, prvenstveno usljed nabavke električne energije po cijeni iznad odobrene. Primjena ove odluke imala je negativan uticaj na poslovni rezultat CEDIS-a. Generalno, faktori uticaja na negativan poslovni rezultat su nepovoljna kretanja na međunarodnom tržištu, regulisana cijena električne energije, slabosti u korporativnom upravljanju, kvazifiskalne aktivnosti, rast troškova zarada zbog rasta broja zaposlenih, otežana naplata potraživanja, itd.

Nabavna vrijednost prodate robe je u 2022. u odnosu na 2021. godinu povećana za oko 49%, dok su troškovi bruto zarada od 2021. godišnje povećavani za preko 10%. S druge strane, rast prihoda je bio ostvaren na nivou od 10-12% u posljednje dvije godine. Na profitabilnost su takođe uticale i odluke matičnog privrednog društva, tj. EPCG, čiji je odbor direktora u maju 2021. godine donio odluku kojom je zahtijevao od CEDIS-a da to preduzeće učestvuje u troškovima popusta.



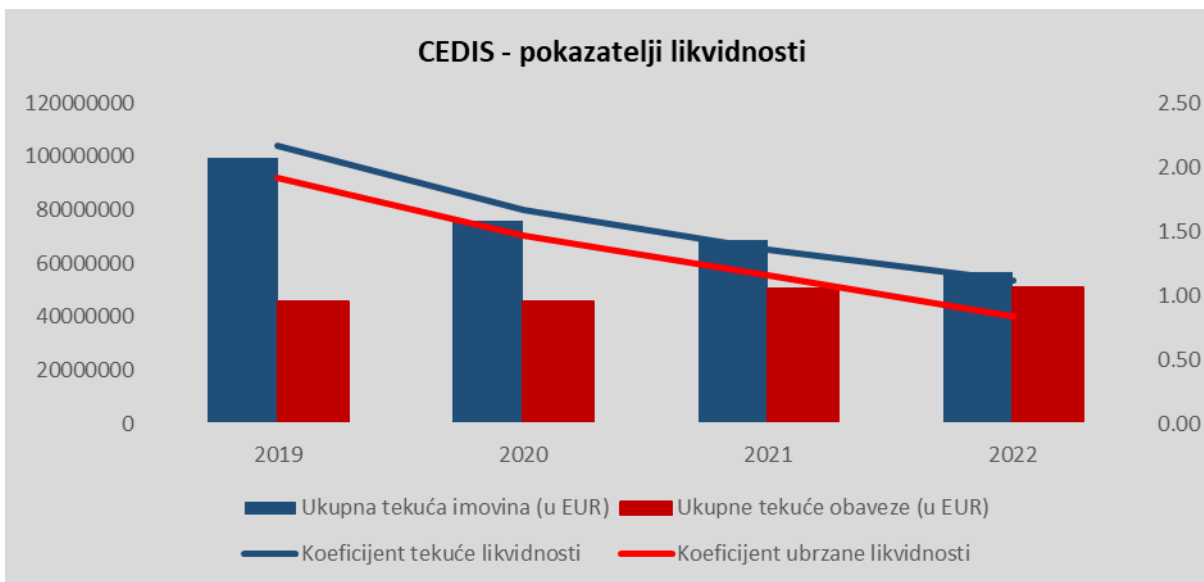


*Izvor: Uprava prihoda i carina, finansijski izvještaji kompanije; kalkulacije finansijskih indikatora shodno MMF metodologiji*

- **Likvidnost**

**Likvidnost kompanije se pogrošava iz godine u godinu.** Koeficijent tekuće likvidnosti je u 2022. smanjen na blizu 1, što pokazuje da se CEDIS približava stanju kada iz svoje tekuće imovine neće moći da pokrije kratkoročne obaveze. Razlozi toga su u činjenici da se tekuća imovina CEDIS-a iz godine u godinu smanjuje, a tekuće obaveze povećavaju, uz povećani rizik (ne)likvidnosti. Koeficijent ubrzane likvidnosti se takođe iz godine u godinu smanjuje, što ukazuje na otežanu sposobnost privrednog društva da u kratkom roku iz kratkoročne likvidne imovine izmiri kratkoročne obaveze. Konkretnije, značajno su povećane ostale kratkoročne obaveze u

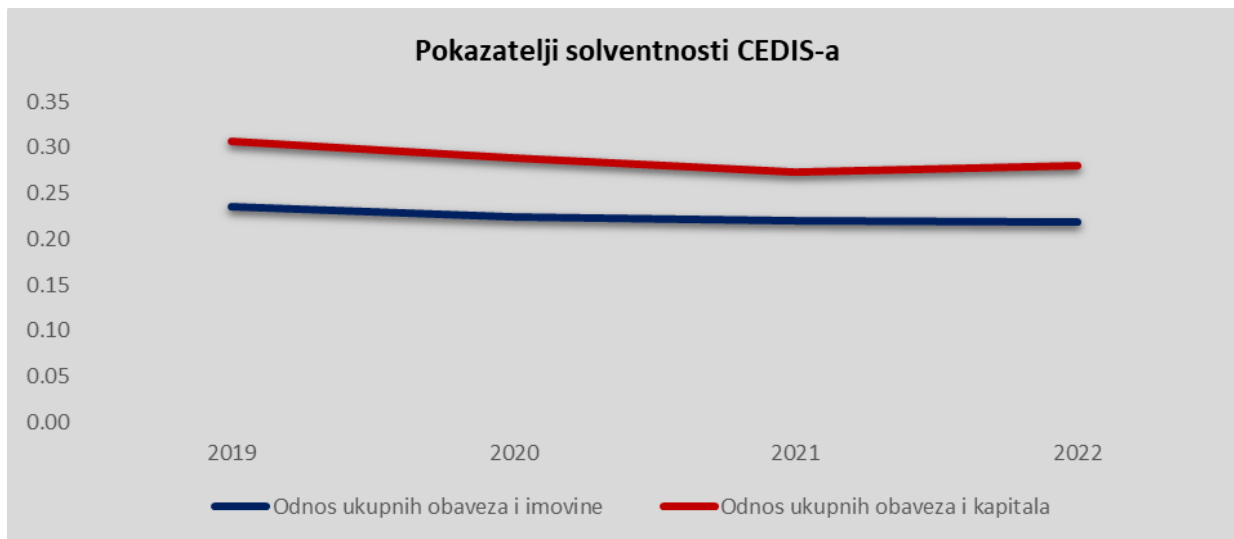
2022.godini (za preko 20%), dok je iznos gotovine i gotovinskih ekvivalenata na računima umanjen za preko 50% ili za 6,5 miliona eura u odnosu na 2021. godinu.



Izvor: Uprava prihoda i carina, finansijski izvještaji kompanije; kalkulacije shodno MMF metodologiji

- **Solventnost**

**Solventnost CEDIS-a je na otprilike istom nivou u posljednje tri godine.** Rizik ulaska u nesolventno poslovanje je nizak ako se posmatra odnos ukupnih obaveza i imovine i ukupnih obaveza i kapitala. Ipak, taj rizik je rastući, ako se posmatra odnos ukupnih obaveza i EBITDA.



Izvor: Uprava prihoda i carina, finansijski izvještaji kompanije; kalkulacije finansijskih indikatora shodno MMF metodologiji

**Tabela 8: Pomjene u pojedinim obavezama CEDIS-a koje utiču na poslovanje (u EUR)**

	2019.	2020.	2021.	2022.
Dobavljači	12,459,615	11,301,376	10,462,701	8,984,036
Ostale obaveze iz poslovanja	53,898	36,175	33,575	67,620
Troškovi bruto zarada	25,095,711	25,452,146	27,753,621	31,047,321

Izvor: Uprava prihoda i carina, finansijski izvještaji kompanije;

**Tabela 9: Broj zaposlenih na kraju izvještajnog perioda**

	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022.
Ugovori o radu na neodređeno	1249	1343	1329
Ugovori o radu na određeno	24	55	47
Ugovori o dopunskom radu			
Ugovori o djelu			
Ostalo	87	31	247
Broj zaposlenih	1375	1547	1623
Prosječna neto zarada	822	898	1011

Izvor: CEDIS

- **Transakcije sa državom**

U analizi transakcija sa državom, nije se raspolagalo sa dovoljno podataka o transferima države CEDIS-u, i o potencijalnim obavezama države koje nastaju iz poslovanja CEDIS u posmatranom periodu 2019-2022.

- **Otvorena pitanja relevantna za poslovanje CEDIS-a<sup>11</sup>**

-Društvo je izloženo operativno-finansijskom riziku kroz odstupanje ključnih parametara u odnosu na odobrene, prilikom definisanja regulatorno dozvoljenog prihoda. Obaveza CEDIS-a je da električnu energiju za pokrivanje gubitaka u distributivnom sistemu kupuje na tržištu, pa je zbog povećanja cijena električne energije, poslovanje društva izloženo ogromnom riziku po ovom osnovu.

-Tokom 2021. godine odobrena suma za nabavku električne energije iznosila je 53,3920 €/MWh, dok je prosječna realizovana cijena u istom periodu iznosila preko 80 €/MWh. CEDIS nije plaćao fakture EPCG za nabavku električne energije i na iste je uložio prigovor.

-Društvo se suočava sa izazovom uticaja odluka EPCG kao većinskom vlasnika na poslovanje CEDIS-a. Primjer toga je činjenica da je Odbor direktora EPCG a.d. Nikšić, u 2021. godini donio odluku kojom je zahtijevao od CEDIS-a da učestvuje u troškovima popusta. Primjena ove odluke imala je negativan uticaj na poslovni rezultat CEDIS-a.

**Tabela 10: Troškovi CEDIS-a za nabavku električne energije (u EUR) po ugovorenoj i odobrenoj cijeni u 2022. godini**

	MWh	EUR/MWh	Trošak nabavke po cijeni od 116,22 €/MWh	Trošak nabavke po cijeni od 52,9141 €/MWh	Razlika (EUR)
Jan-Sept	287.526	116,22	33.416.272	15.214.180	-18.2020.092
Oktobar	24.428	116,22	2.839.022	1.292.585	- 1.546.437
Novembar	28.980	116,22	3.368.056	1.533.451	- 1.834.605
Decembar	38.657	116,22	4.492.717	2.045.500	- 2.447.216
UKupno	379.591	116,22	44.116.066	20.085.716	- 24.030.350

Izvor: Ministarstvo kapitalnih investicija: „Informacija o poslovanju privrednih subjekata u sektoru energetike“

Ugovorom za nabavku električne energije za 2022. godinu, u otvorenom postupku nabavke EPCG je ponudila najmanju cijenu u iznosu od 116,22 €/MWh.

<sup>11</sup> Izvor: Ministarstvo kapitalnih investicija: „Informacija o poslovanju privrednih subjekata u sektoru energetike“

### 4.3.3 Rudnik uglja a.d. Pljevlja (RUP)

#### 4.3.3.1 Opšte karakteristike

**Djelatnost:** 520 -Vadjenje mrkog uglja i lignita

**Forma privrednog društva:** Akcionarsko društvo

**Organi upravljanja:** Skupština akcionara, Odbor direktora ( 5 članova) i Izvršni direktor

**Revizorski odbor:** Ima 3 člana

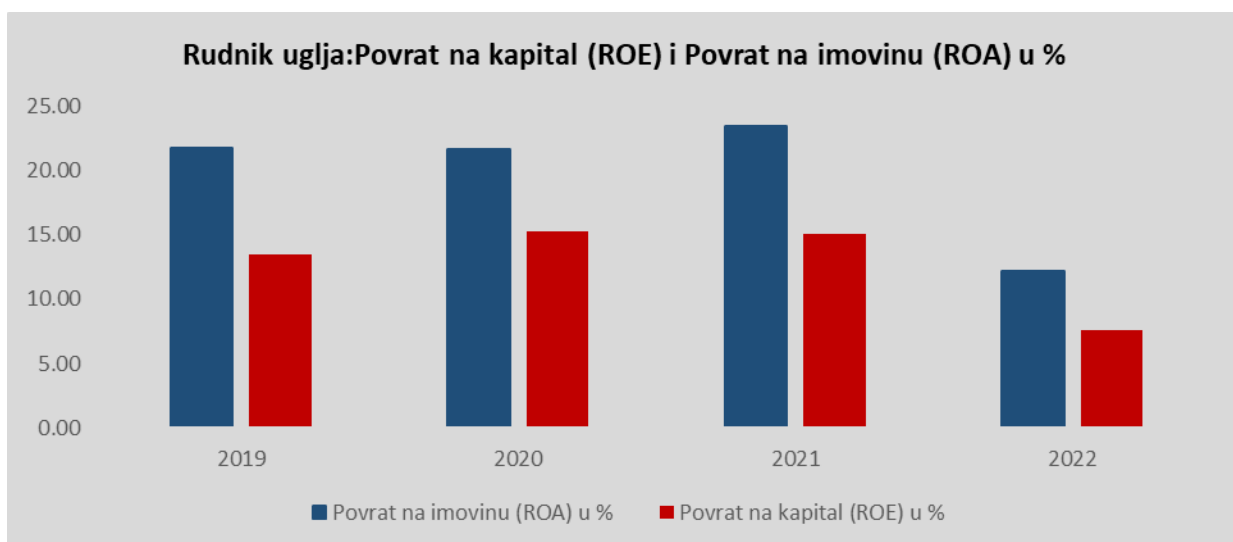
**Kodeks o korporativnom upravljanju:** Usvojen

**Vlasnička struktura:** Elektroprivreda Crne Gore 100%.

#### 4.3.3.2 Analiza finansijskih performansi i rizika

- **Profitabilnost**

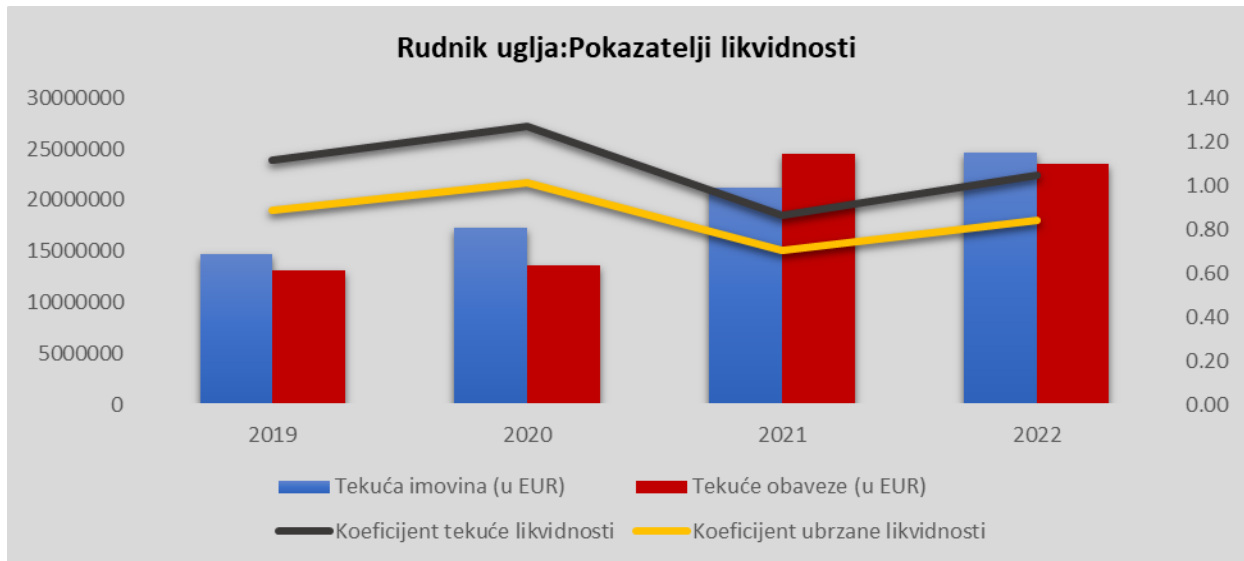
**Profitabilnost kompanije je smanjena.** Profitabilnost Rudnika uglja je u padu od 2020.godine, a naročito je smanjena 2022. godine. To potvrđuju i ključni indikatori profitabilnosti: *povrat na imovinu (ROA)* i *povrat na kapital (ROE)*. Stopa povrata na imovinu (ROA) je smanjena sa 23,46% u 2021. na 12,2% u 2022. godini, dok stopa povrata na kapital (ROE) kontinuirano opada, i iznosila je 7,61% u 2022.godini. Operativna i neto profitna marža su takođe smanjene u odnosu na 2020.godinu. Uzroci pogoršanja profitabilnosti kompanije su: smanjenje dobiti, odnosno brži rast troškova poslovanja od prihoda. Naročito su povećani troškovi poslovanja: nabavna vrijednost prodane robe (za 47,6% ili za 4,5 miliona eura miliona eura u 2022.), kao i troškova zarada za 23% ili za 3,7 miliona eura u 2022. u odnosu na prethodnu godinu. Pozitivan poslovni rezultat društva je smanjen na 9,4 miliona eura u 2022. godini sa 15,3 miliona eura u 2021.godini.



*Izvor: Uprava prihoda i carina, finansijski izvještaji kompanije; kalkulacije finansijskih indikatora shodno MMF metodologiji*

- **Likvidnost**

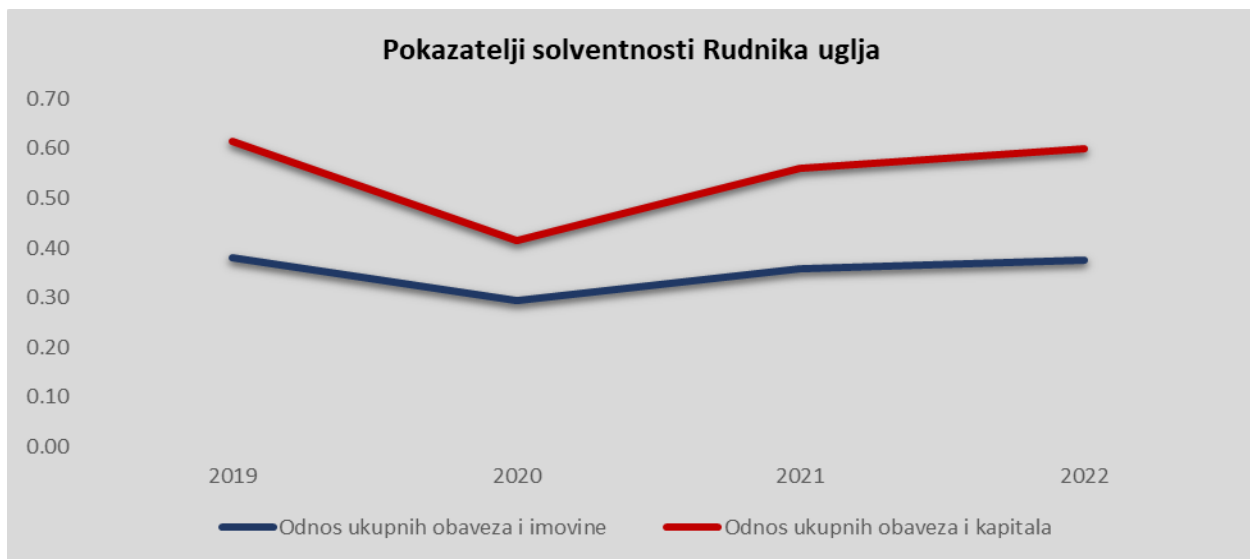
**Likvidnost kompanije je niska i nepovoljna, iako je blago poboljšana u 2022.** Koeficijent tekuće likvidnosti je u 2022. je bio 1, a koeficijent ubrzane likvidnosti 0,84 odnosno ispod 1, što ukazuje da ovo privredno društvo ima poteškoće da u veoma kratkom roku iz kratkoročne likvidne imovine izmiri sve kratkoročne obaveze. Značajno su povećane ostale kratkoročne obaveze društva u 2022. godini (za preko 20%), dok je iznos gotovine i gotovinskih ekvivalenata na računima umanjnjen za 67% u 2022. godini i za ili za 6,5 miliona eura u odnosu na 2021. i za 37% u 2021. u odnosu na 2020. godinu. RUP se suočava sa izazovom naplate potraživanja, koja utiče na njegovu likvidnost. Takođe, povećane su obaveze prema dobavljačima za čak 178% u 2022. godini, što je uticalo na brži rast tekućih obaveza od tekuće imovine u 2022. godini i veoma niske likvidnosti.



Izvor: Uprava prihoda i carina, finansijski izvještaji kompanije; kalkulacije finansijskih indikatora shodno MMF metodologiji

- **Solventnost**

**Analiza solventnosti pokazuje rastuće obaveze kompanije.** Racio ukupnih obaveza i imovine i ukupnih obaveza i kapitala Rudnika uglja je značajno pogoršan u 2022. u odnosu na 2020. godinu, kao i odnos ukupnih obaveza i EBITDA, što ukazuje na nepovoljan trend po pitanju solventnosti društva. Ukupne obaveze su 2022. godine povećane za 27% u odnosu na 2021. godinu, dok su u 2021. povećane za 45% u odnosu na 2020. godinu. Navedeni koeficijenti solventnosti ukazuju na niske, ali rastuće rizike leveridža.



Izvor: Uprava prihoda i carina, finansijski izvještaji kompanije; kalkulacije finansijskih indikatora shodno MMF metodologiji

**Tabela 11: Najveće promjene u obavezama/troškovima RUP-a (u EUR)**

	2019.	2020.	2021.	2022.
Ostale dugoročne obaveze	5,522,758	2,125,349	1,608,300	10,078,542
Dobavljači	3,360,036	3,463,134	3,117,946	8,674,761
Ostale kratkoročne obaveze	4,208,169	4,384,170	15,760,208	7,676,972
Troškovi bruto zarada	14,140,970	14,072,735	15,589,139	19,313,981

Izvor: Uprava prihoda i carina, finansijski izvještaji kompanije

**Tabela 12: Broj zaposlenih na kraju izvještajnog perioda -RUP**

	31/12/2019.	31/12/2020.	31/12/2021.	31/12/2022.
Ugovori o radu na neodređeno		812	790	980
Ugovori o radu na određeno			28	190
Ugovori o dopunskom radu			2	
Ugovori o djelu		12		
Ostalo			42	225
Broj zaposlenih	670	866	1045	1170
Prosječna neto zarada		640	743	788

Izvor: RUP, MKI

- **Transakcije države**

U analizi transakcija sa državom, nije se raspolagalo sa dovoljno podataka o transferima države RUP-u, i o potencijalnim obavezama države koje nastaju iz poslovanja RUP-a, u posmatranom periodu 2019-2022.

### Otvorena pitanja relevantna za poslovanje Rudnika uglja AD<sup>12</sup>

-RUP je pod direktnim uticajem rasta troškova energenata. Osim rasta materijalnih troškova rizik u poslovanju predstavlja i neizvjesnost i mogućnosti nabavke pojedinih inputa. Tržište eksploziva je poremećeno i otežano se vrši nabavka, a svakodnevno su

<sup>12</sup> Izvor: Ministarstvo kapitalnih investicija: „Informacija o poslovanju privrednih subjekata u sektoru energetike“



potrebni eksplozivi i eksplozivna sredstva. Slična je situacija i sa pojedinim rezervnim djelovima za rudarsku mehanizaciju.

-Rast troškova se nadoknađuje većim prodajnim cijenama njihovih proizvoda kupcima široke potrošnje u mjeri koliko je to moguće jer je osnovni kupac EPCG sa ugovorenom fiksnom cijenom .

#### 4.3.4 EPCG-Solar Gradnja d.o.o. Nikšić

##### 4.3.4.1 Opšte karakteristike

Poslovanje EPCG-Solar Gradnje je usko i direktno povezano sa funkcionisanjem i strategijom razvoja EPCG kao njenog osnivača.

- **Djelatnost:** 4321 -Postavljanje električnih instalacija, projektovanje, ugradnja i održavanje fotonaponskih sistema
- **Forma privrednog društva:** Društvo sa ograničenom odgovornošću

##### Organi upravljanja:

Odbor direktora (5 članova) i Izvršni direktor

**Revizorski odbor:** nema

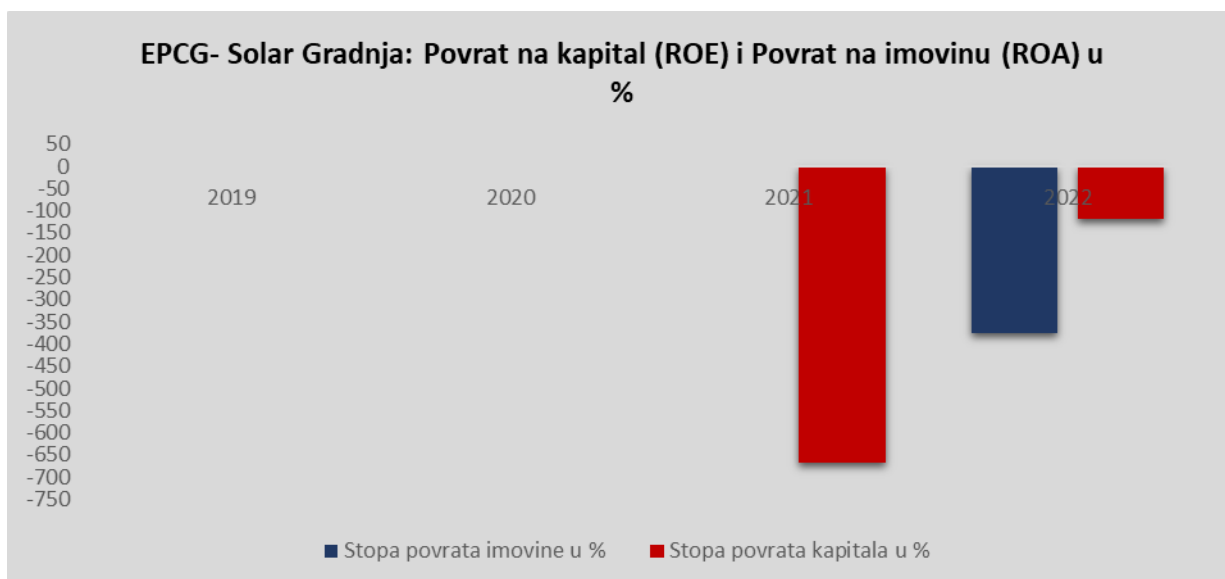
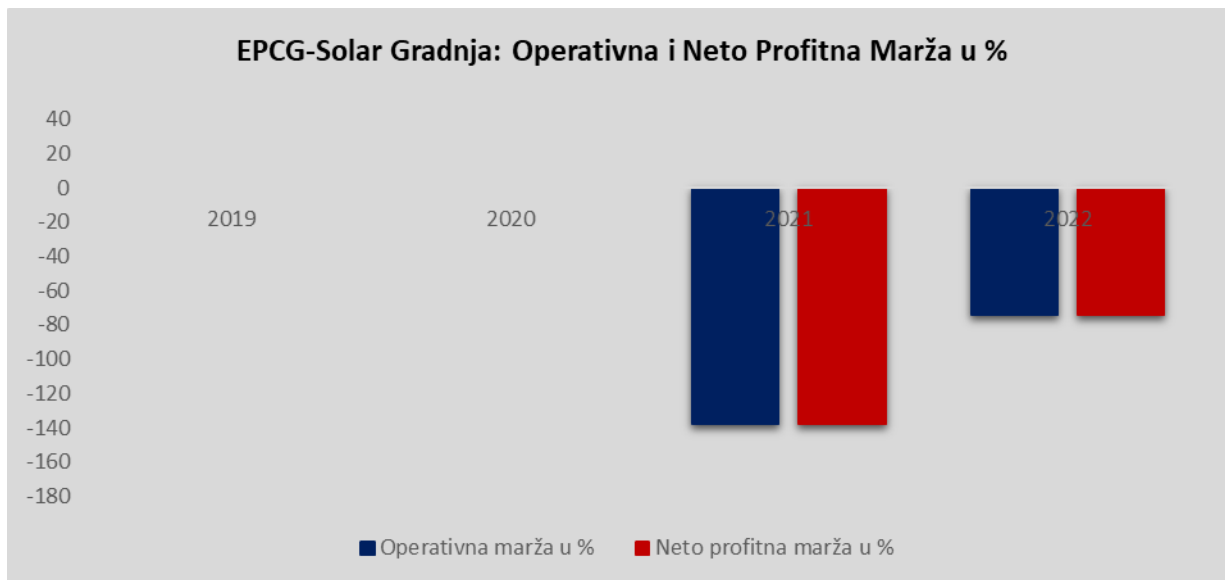
**Kodeks o korporativnom upravljanju:** nema

- **Vlasnička struktura:** Elektroprivreda Crne Gore 100%

##### 4.3.4.2 Analiza finansijskih performansi i rizika

- **Profitabilnost**

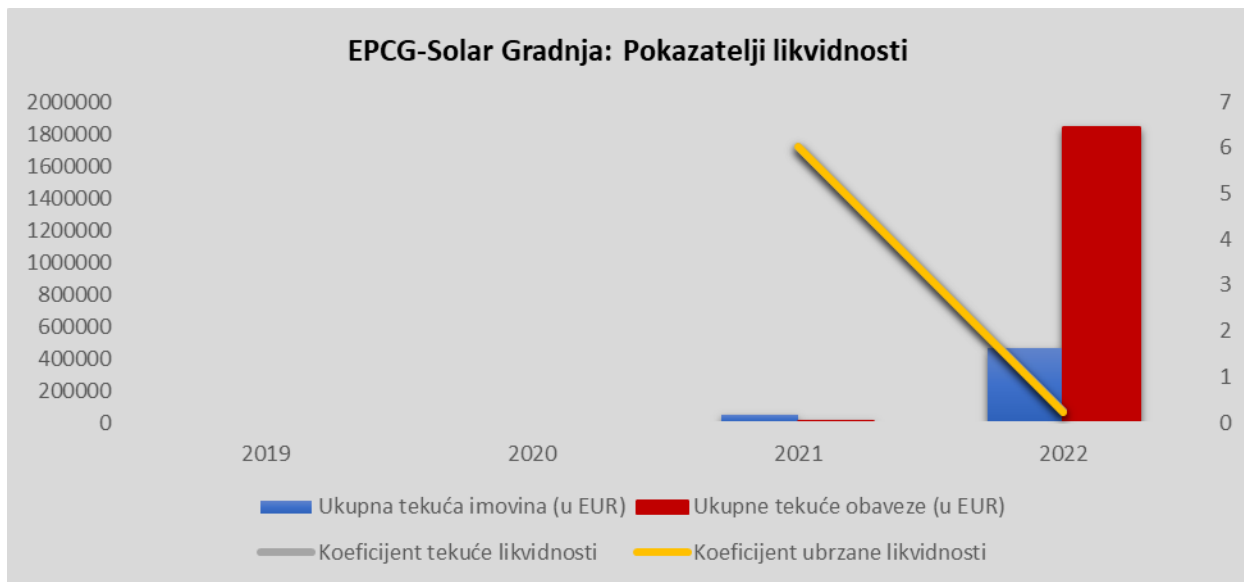
**Društvo posluje neprofitabilno uz visoke ukupne finansijske rizike.** Društvo je od osnivanja 2021. godine u zoni poslovnog gubitka. To potvrđuju i ključni indikatori profitabilnosti: *povrat na imovinu (ROA)* i *povrat na kapital (ROE)*, koji su negativni i 2022.godine (pogledati grafike u nastavku). ROE je u 2022. iznosio čak -119%, a ROA -375%. Poslovni gubitak društva u 2022. je bio 2,2 miliona eura. Razlozi ogromnih gubitaka društva od njenog osnivanja su: postojanje visokih troškova poslovanja, naročito troškova zarada od 3,3 miliona eura zbog ogromnog povećanja broja zaposlenih u 2022. godini, kao i ostalih troškova poslovanja, koji se nijesu mogli pokriti iz poslovnih prihoda.



Izvor: Uprava prihoda i carina, finansijski izvještaji kompanije; kalkulacije finansijskih indikatora shodno MMF metodologiji

- **Likvidnost**

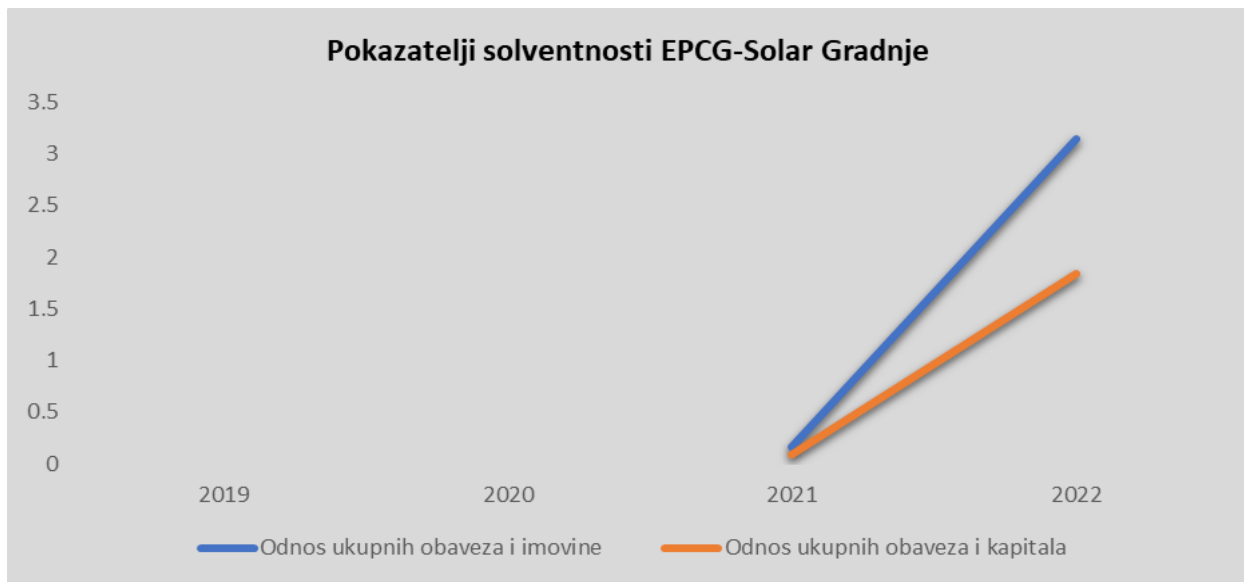
**Likvidnost EPCG-Solar Gradnje d.o.o. je veoma niska.** Društvo iz tekuće imovine ne može izmiriti kratkoročne obaveze, budući da su koeficijenti tekuće i ubrzane likvidnosti bili manji od 1 u 2022. Nelikvidnost društva povećava ukupne finansijske rizike njegovog poslovanja za EPCG kao vlasnika.



Izvor: Uprava prihoda i carina, finansijski izvještaji kompanije; kalkulacije finansijskih indikatora shodno MMF metodologiji

- Solventnost**

**Rizici nesolventnosti su visoki.** Obaveze društva u 2022.godinu su oko 11 puta povećane u odnosu na 2021. godinu, a pogoršani su i pokazatelji solventnosti: ukupne obaveze u odnosu na imovinu i ukupne obaveze u odnosu na kapital. Pri tome je kapital zbog negativnog poslovnog rezultata negativan.



Izvor: Uprava prihoda i carina, finansijski izvještaji kompanije; kalkulacije finansijskih indikatora shodno MMF metodologiji

**Tabela 13: Pregled najvećih obaveza/troškova EPCG-Solar-Gradnje**

	2019.	2020.	2021.	2022.
Ostale kratkoročne obaveze			124	376831
Obaveze prema dobavljačima			1402	332293
Obaveze po osnovu PDV			6733	135219
Troškovi bruto zarada			86287	3300977

Izvor: Uprava prihoda i carina, finansijski izvještaji kompanije

**Tabela 14: Broj zaposlenih na kraju izvještajnog perioda, EPCG-Solar Gradnja d.o.o**

	31/12/2021	31/12/2022
Ugovori o radu na neodređeno		22
Ugovori o radu na određeno		300
Ugovori o dopunskom radu		-
Ugovori o djelu		32
Ostalo		3
Broj zaposlenih		357
Prosječna neto zarada		689

Izvor: EPCG-Solar Gradnja d.o.o., MKI

- **Transakcije države**

U analizi transakcija sa državom, nije bilo informacija o transferima države ovom društvu, ili potencijalnim obavezama po državu koje proističu iz poslovanja ovog društva.

## 4.3.5 Zeta Energy d.o.o. Danilovgrad

### 4.3.5.1 Opšte karakteristike

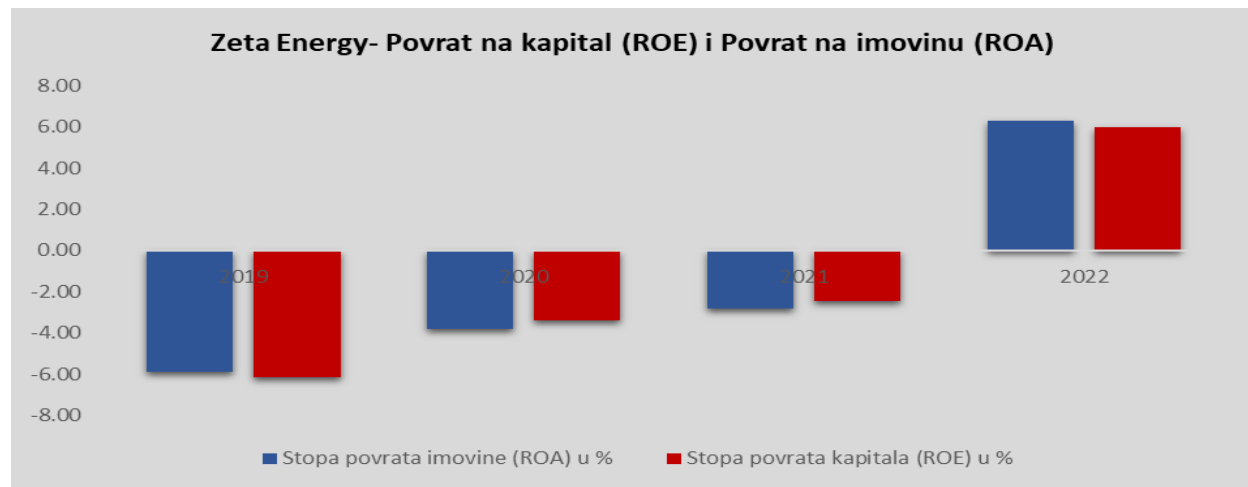
Zeta Energy d.o.o. je društvo koje se bavi proizvodnjom električne energije iz malih hidrelektrana. Osnovne informacije o društvu su date u nastavku:

- **Djelatnost** : 3511- Proizvodnja električne energije
- **Forma privrednog društva**: Društvo sa ograničenom odgovornošću
- **Organi upravljanja**: Odbor direktora (5) i Izvršni direktor
- **Kodeks o korporativnom upravljanju**: -
- **Revizorski odbor**: -
- **Vlasnička struktura**: Elektroprivreda Crne Gore 51%, NTE Montenegro AS, 49%

### 4.3.5.2 Analiza finansijskih performansi i rizika

- **Profitabilnost**

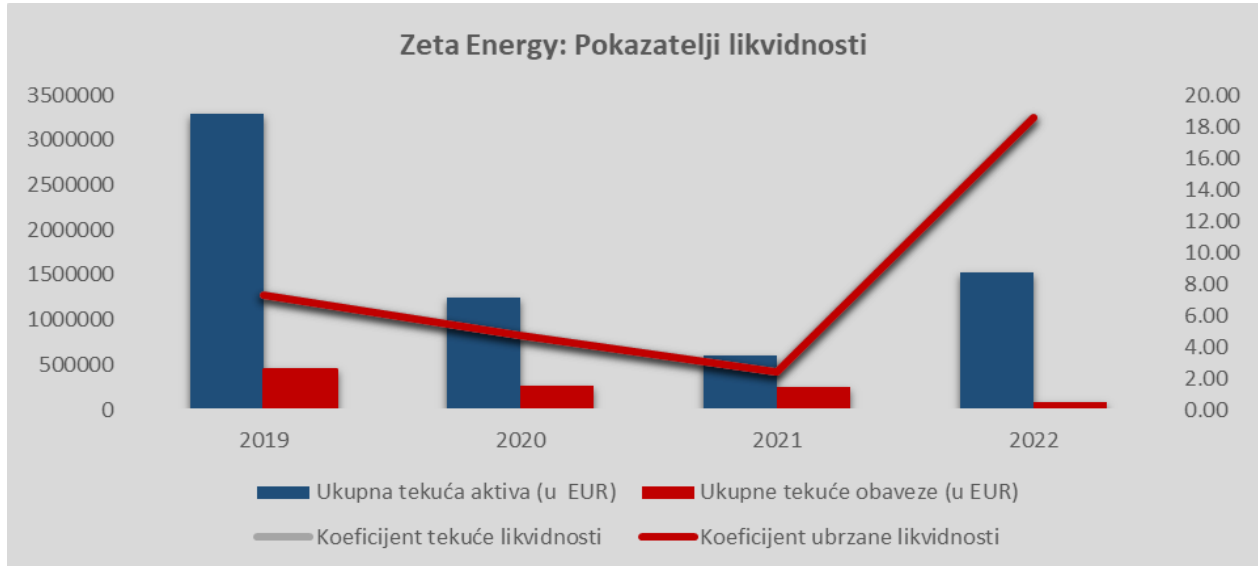
**Profitabilnost društva je poboljšana u 2022.** Ostvarena dobit u 2022. je iznosila 938,8 hiljada eura nakon više godina negativnog poslovnog rezultata, i negativnog povrata na imovinu i na kapital. Ostvareni poslovni rezultat je ekvivalentan stopi povrata na kapitala (ROE) od 6%. Stopa povrata na imovinu je bila 6,28%, što je poboljšanje u odnosu na prethodne godine negativnog povrata na imovinu i kapital. Takođe, neto profitna marža u 2022. godini je nakon dužeg perioda, bila pozitivna. Razlozi ostvarivanja profitabilnosti je značajan rast prihoda od prodaje od preko 200%



Izvor: Uprava prihoda i carina, finansijski izvještaji kompanije; kalkulacije shodno MMF metodologiji

- **Likvidnost**

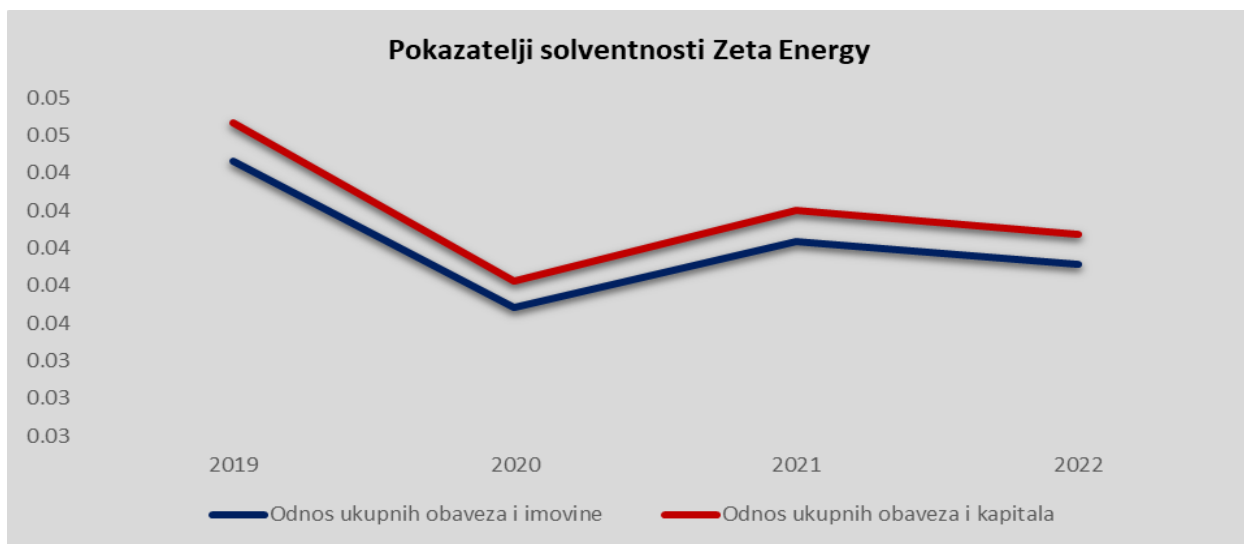
**Likvidnost društva je poboljšana u 2022.godini.** Koeficijenti tekuće i ubrzane likvidnosti Zeta Energy d.o.o. su povećani, nakon pada u 2021.godini. Budući da u 2021. i 2022. godini društvo nije imalo zaliha, ovi koeficijenti su isti i povećani su sa 2 u 2021. na 18,5 u 2022.godini, zahvaljujući snažnom rastu tekuće aktive (od blizu million eura ili za 250%) i smanjenju tekućih obaveza za blizu 70%. To ukazuje da je Zeta Energy d.o.o. u 2022. moglo iz tekuće imovine pokriti kratkoročne obaveze, ali je upitna održivost postojećeg nivoa likvidnosti.



*Izvor: Uprava prihoda i carina, finansijski izvještaji kompanije; kalkulacije shodno MMF metodologiji*

- **Solventnost**

**Solventnost Zeta Energy d.o.o. je nepromijenjena, i nizak je rizik leveridža.** Pokazatelji solventnosti mjereni odnosom ukupnih obaveza i imovine i odnosom ukupnih obaveza i kapitala, koji su iznosili 0,04 u 2022.godini, pokazuju da su rizici ulaska društva u zonu nesolventnosti, veoma niski. Poredjenje ukupnih obaveza sa EBITDA, pokazuje sličan trend, budući da je EBITDA u 2022. godini po prvi put nakon više godina, bila pozitivna.



Izvor: Uprava prihoda i carina, finansijski izvještaji kompanije; kalkulacije shodno MMF metodologiji

**Tabela 15: Obaveze/troškovi koji najviše utiču na poslovanje Zeta Energy d.o.o. (u EUR)**

	2019.	2020.	2021.	2022.
Dobavljači	326,219	241,152	244,162	3,430
Ukupne tekuće obaveze	125,362	10,761	6,636	24,864
Obaveze po osnovu poreza na dodatu vrijednost i ostalih javnih prihoda	390	11,647	-	54,246
Troškovi bruto zarada	479,058	441,158	476,998	533,359

Izvor: Uprava prihoda i carina, finansijski izvještaji kompanije

**Tabela 16: Broj zaposlenih na kraju izvještajnog perioda**

	31.12.2019.	31.12.2020.	31.12.2021.	31.12.2022.
Broj zaposlenih	21	20	18	18

Izvor: finansijski izvještaji

- **Transakcije sa državom**

U analizi transakcija sa državom, nije bilo informacija o transferima države ovom društvu, ili potencijalnim obavezama po državu koje proističu iz poslovanja ovog društva.

#### 4.3.6 Berza električne energije (BELEN) d.o.o. Podgorica

##### 4.3.6.1 Opšte karakteristike

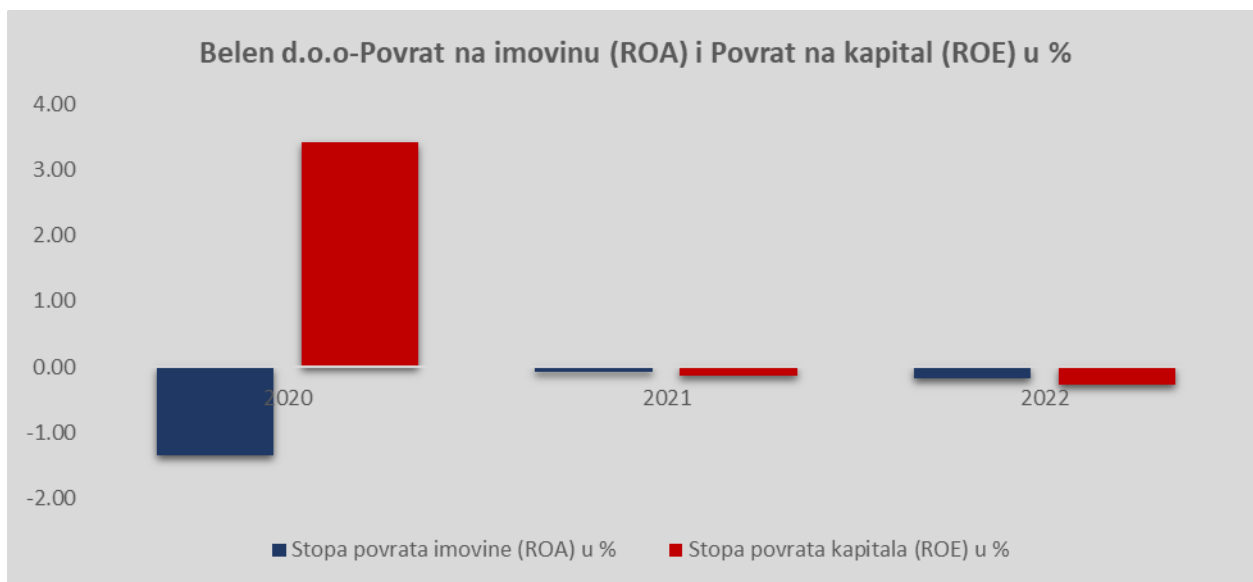
- **Djelatnost:** 3514 - Trgovina električnom energijom
- **Forma privrednog društva:** Društvo sa ograničenom odgovornošću
- **Organi upravljanja:** Odbor direktora (3 člana) i Izvršni direktor
- **Revizorski odbor:** nema
- **Kodeks o korporativnom upravljanju:** nema
- **Vlasnička struktura:** Elektroprivreda Crne Gore AD Nikšić (40,6%), Crnogorski operator tržišta električne energije- Podgorica d.o.o. (18,8%); Crnogorski elektroprenosni sistem AD (40,6%).

##### 4.3.6.2 Analiza finansijskih performansi i rizika

- **Profitabilnost**

**Društvo posluje neprofitabilno od 2021. godine.** Poslovni gubitak u 2022. godini je iznosio 68.964 eura. Negativna stopa povrata na kapital kao ekvivalent ostvarenom gubitku je bila -0,27%. Takođe je ostvarena negativna stopa povrata na imovinu, kao i negativna operativna i neto profitna marža. Razlozi neprofitabilnog poslovanja društva u posljednje dvije godine su: povećanje nabavne vrijednosti prodane robe i troškova zarada u 2022. godini, kašnjenje u uspostavljanju dan-unaprijed tržišta.





*Izvor: Uprava prihoda i carina, finansijski izvještaji kompanije; kalkulacije shodno MMF metodologiji*

- **Likvidnost**

**Likvidnost društva je poboljšana nakon pogoršanja u 2020. kao godini COVID-19.** Koeficijent tekuće likvidnosti je 2022.godine bio veći od 5, kao i koeficijent ubrzane likvidnosti, što ukazuje da društvo može iz svoje imovine izmiriti kratkoročne obaveze. Poboljšanju likvidnosti je doprinijelo povećanje gotovine i gotovinskih elemenata u 2021. i 2022. godini, i povećanje prihoda u odnosu na 2020.godinu.



*Izvor: Uprava prihoda i carina, finansijski izvještaji kompanije; kalkulacije shodno MMF metodologiji*

- **Solventnost**

**Solventnost je od 2021. godine neznatno poboljšana.** To potvrđuje pokazatelj odnosa ukupnih obaveza i kapitala, budući da je kapital do 2021. godine bio negativan, a 2021.godine je povećan. Ukupne obaveze su takođe smanjene u odnosu na imovinu, iako je smanjena ukupna imovina u 2022. godini u odnosu na raniji period. Ipak, budući da je Belen d.o.o. u 2022. godini ostvario negativan poslovni rezultat, EBITDA je negativna, pa je odnos ukupnih obaveza i EBITDA nepovoljan.



Izvor: Uprava prihoda i carina, finansijski izvještaji kompanije

**Tabela 17: Faktori uticaja na finansijske rezultate Belen d.o.o. (u EUR)**

	2019.	2020.	2021.	2022.
<b>Troškovi zarada</b>	193,722	173,336	146,536	182,542

Izvor: Uprava prihoda i carina, finansijski izvještaji kompanije

**Tabela 18: Broj zaposlenih na kraju izvještajnog perioda**

	31/12/2019.	31/12/2020.	31/12/2021.	31/12/2022.
Ugovori o radu na neodredjeno	8	7	8	7
Ugovori o radu na odredjeno				
Ugovori o dopunskom radu				
Ugovori o djelu				1
Ostalo				
Broj zaposlenih	8	7	8	9
Prosječna neto zarada	-	1216	919	1110

Izvor: Belen

### Otvorena pitanja relevantna za poslovanje Belen AD<sup>13</sup>

- - Glavni razlog loših finansijskih pokazatelja je odustanak strateškog partnera (Nord Pool) od saradnje, usljed čega se period odabira pružaoca usluge produžio za još 18 mjeseci, a bez kojeg berza nije u mogućnosti da uspostavi funkcionalno dan-unaprijed tržište.
- Berza je u 2022.godini bila u fazi implementacije neophodnih rješenja za uspostavljanje dan-unaprijed tržišta, koje će joj značajno povećati finansijsku likvidnost kroz ostvarenu trgovinu i nove članarine.
- Dan-unaprijed tržište na Berzi električne energije (BELEN), je nakon kašnjenja u otpočinjanju funkcionisanja, startovalo u aprilu 2023. godine i treba da doprinese većoj transparentnosti, konkurentnosti i većem učešću lokalnih trgovaca električne energije u poslovanje. Navedeno je u skladu sa obavezama iz pregovaračkog poglavlja 17- Energetika.
- Za prevailaženje izazova u poslovanju BELEN, potrebno je:
  - Povećati kapital, jer je nizak početni kapital kojim se od starta ušlo u projekat, naročito kada se uzme uporedna praksa početnih ulaganja u regionu (Srbija, Hrvatska, Albanija)
  - Povezivanje tržišta dan-unaprijed. Neophodnost zauzimanja jasnog strateškog stava povodom potencijalnog povezivanja tržišta dan unaprijed sa nekim od susjednih tržišta, te potreba da MKI, Berza električne enegije, regulatorna agencija i operator prenosa što prije započnu rad na utvrđivanju i otklanjanju svih zakonskih, administrativnih i tehničkih prepreka za spajanje sa nekim od susjednih tržišta, shodno obavezama iz pregovaračkog poglavlja 15 i člana 241c Zakona o energetici.

<sup>13</sup> Izvor: Ministarstvo kapitalnih investicija: „Informacija o poslovanju privrednih subjekata u sektoru energetike“

## 4.3.7 Crnogorski elektroprenosni sistem a.d. Podgorica (CGES)

### 4.3.7.1 Opšte karakteristike

Crnogorski elektroprenosni sistem AD (CGES) je operator elektroprenosnog sistema, odgovoran za balansiranje sistema električne energije. Snabdijevanje električnom energijom obezbjeđuje Elektroprivreda Crne Gore kao i dvije vjetroelektrane, a potrošači su Crnogorski elektrodistributivni sistem i drugi veliki industrijski subjekti.

**Djelatnost:** 3512- Prenos električne energije

**Forma privrednog društva:** Akcionarsko društvo

**Organi upravljanja:** Skupština akcionarskog društva, Odbor direktora ( 5 članova) i Izvršni direktor

**Kodeks o korporativnom upravljanju:** nije usvojen

**Revizorski odbor:** ima 3 člana

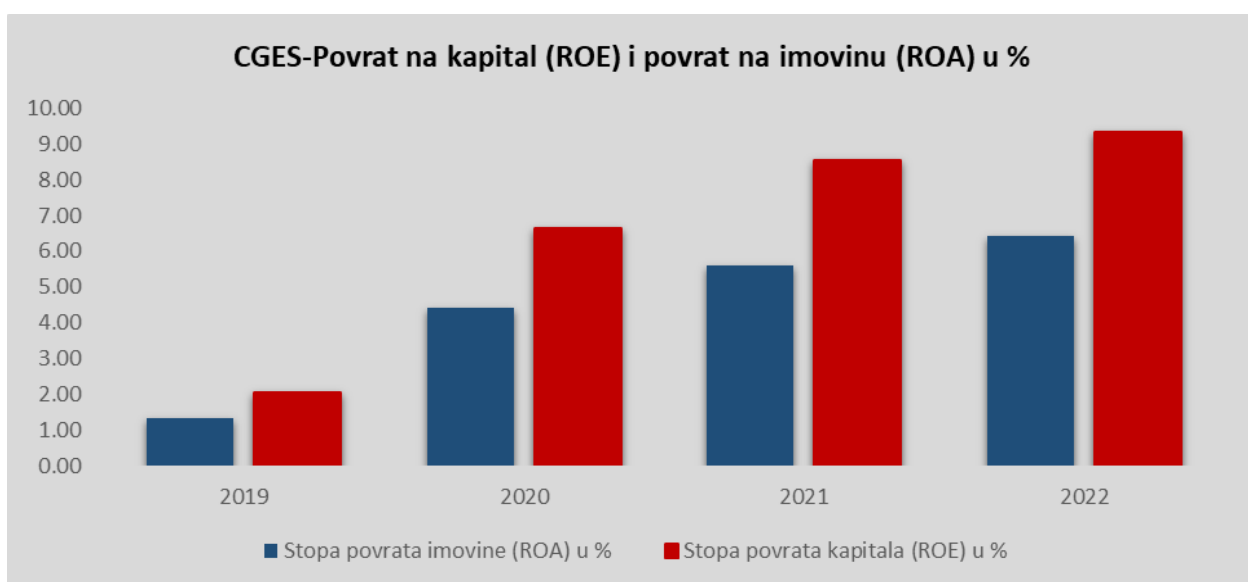
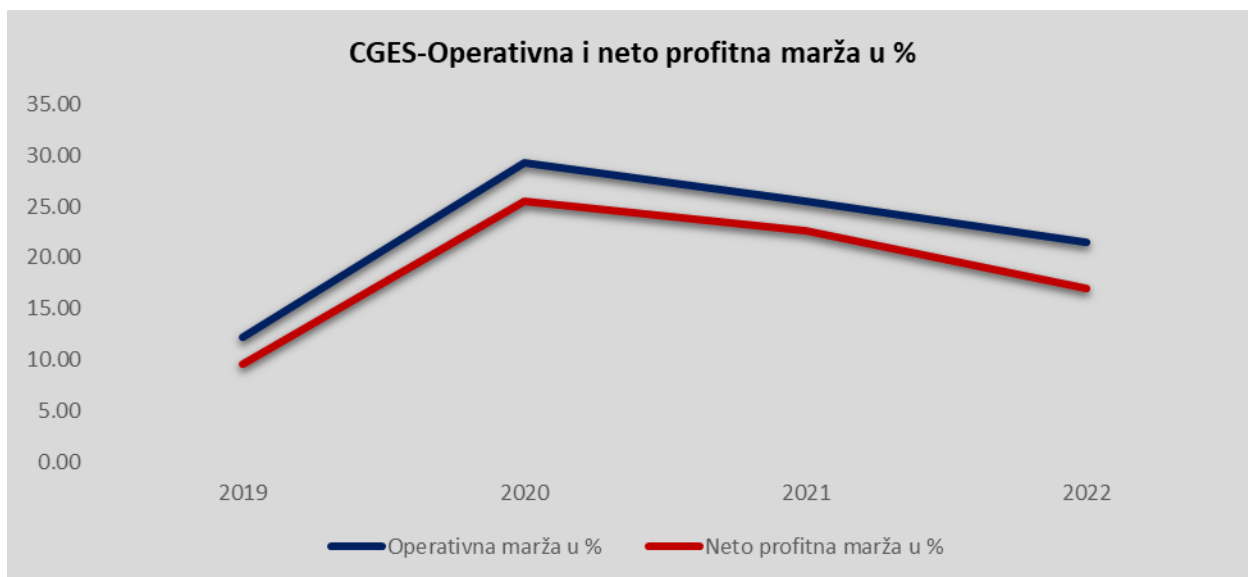
**Učešće države u vlasničkoj strukturi:** Država Crna Gora 55%, Terna -Rette Elettrica Nazionale S.p.A 22%, Elektromreža Srbije, Beograd 15% i manjinski akcionari 8%.

**Nadzor:** Ministarstvo kapitalnih investicija, Ministarstvo finansija

### 4.3.7.2 Analiza finansijskih performansi i rizika

- **Profitabilnost**

**Profitabilnost CGES-a je dobra i rastuća.** Poboľšanje profitabilnosti potvrđuju pokazatelji *povrat na imovinu (ROA)* i *povrat na kapital (ROE)*. Stopa povrata na imovinu (ROA) je povećana sa 2.07% u 2019.godini na 9,32% u 2022.godini. U 2022.godini je ostvarena dobiti od 20,3 miliona eura što je ekvivalentno povratnu na kapital od 6,42% u 2022. godini. Povrat na kapital je značajno veći u odnosu na prethodne godine. Operativna i neto profitna marža CGES-a u 2022. su takodje poboljšane u odnosu na 2019.godinu, uprkos neznatnom smanjenju u odnosu na 2020. Povećanje profitabilnosti je ostvareno zbog mnogo bržeg povećanja prihoda, naročito prekograničnih prihoda u odnosu na troškove poslovanja. Pokazatelji profitabilnosti društva ukazuju na niske finansijske rizike njegovog poslovanja za državu kao vlasnika.

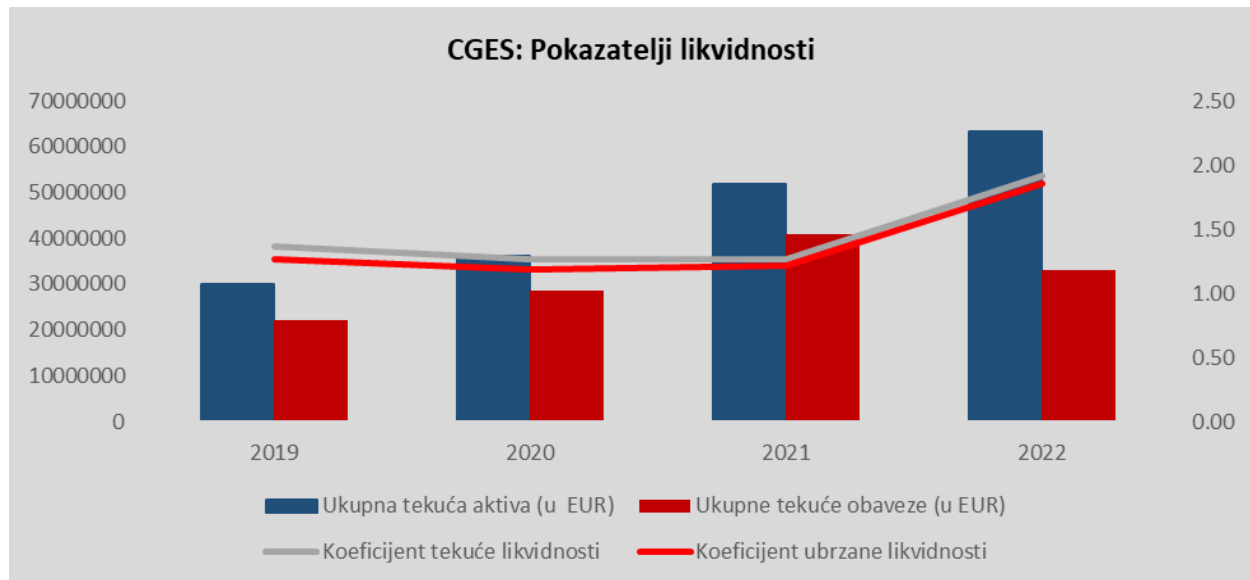


*Izvor: Uprava prihoda i carina, finansijski izvještaji kompanije; kalkulacije shodno MMF metodologiji*

- **Likvidnost**

**Likvidnost društva je poboljšana, ali je na graničnom nivou.** Koeficijent tekuće likvidnosti je povećan na 1,92 u 2022. godini sa 1,21 u 2021.godini. To ukazuje da društvo može iz tekuće imovine pokriti kratkoročne obaveze, ali je pozicija likvidnosti CGES ipak na graničnom nivou. Drugim riječima društvo je imalo nešto više sredstava koja dospijevaju na naplatu u kratkoročnom periodu, a kojima servisira kratkoročne obaveze. Broj dana obrta dobavljača djelovao je visoko, zato što je kompanija zadržavala iznose vezane za investicione projekte do njihovog završetka i verifikacije. Prelazak na proizvodnju električne energije iz obnovljivih izvora, koja je manje predvidljiva nego konvencionalna, toplotna energija, a koja čini veći dio

energetskog miksa učiniće balansiranje sistema težim. Stoga, zatvaranje konvencionalnih proizvođača treba pažljivo isplanirati kako bi se obezbijedila stabilnost sistema i likvidnost<sup>14</sup>.

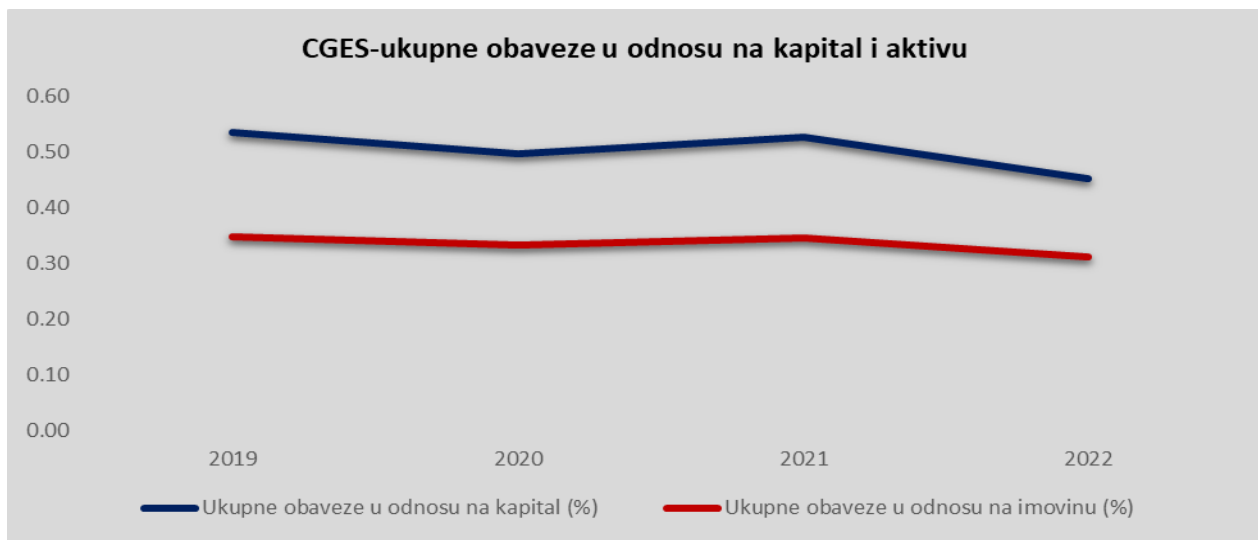


Izvor: Uprava prihoda i carina, finansijski izvještaji kompanije; kalkulacije shodno MMF metodologiji

- **Solventnost**

**Solventnost kompanije je dobra i neznatno poboljšana.** Solventnost, mjerena odnosom ukupnih obaveza i imovine i ukupnih obaveza i kapitala CGES-a je poboljšana u 2022. godini. Odnos ukupnih obaveza i imovine u 2022. godini je smanjen na 0,31, dok je odnos ukupnih obaveza i kapitala smanjen na 0,45, što ukazuje na nizak rizik leveridža, donosno ulaska u zonu nesolventnog poslovanja. Odnos ukupnih obaveza i EBITDA je takodje poboljšan, ukazujući na smanjenje rizika nesolventnosti. Svakako, budući da su povećanjem referentnih kamatnih stopa od strane ECB povećani troškovi otplate postojećih kredita, kao i da će biti veći troškovi zaduživanja za buduće investicione projekte, postoji mogućnosti povećanja leveridža ovog društva.

<sup>14</sup> Izvor: MKI



Izvor: Uprava prihoda i carina, finansijski izvještaji kompanije; kalkulacije shodno MMF metodologiji

**Tabela 19: Pregled najvećih obaveza koje utiču na poslovanje CGES**

	2019.	2020.	2021.	2022.
Krediti	62417157	55117836	47780357	44958676
Dobavljači	10,681,642	15,353,485	16,446,178	11,687,125
Ukupne tekuće obaveze	22,052,714	28,626,742	41,027,835	33,057,931
Troškovi bruto zarada	6,369,705	6,116,594	7,273,532	7,521,453

Izvor: Uprava prihoda i carina, finansijski izvještaji kompanije

**Tabela 20: Broj zaposlenih na kraju izvještajnog perioda**

	31/12/2020.	31/12/2021.	31/12/2022.
Ugovori o radu na neodređeno	296	317	300
Ugovori o radu na određeno	6	16	16
Ugovori o dopunskom radu			
Ugovori o djelu	49	4	6
Ostalo			
Broj zaposlenih	302	333	302
Prosječna neto zarada	746,26	797,28	1.409,21

Izvor: CGES

- **Transakcije sa državom**

U posmatranom periodu nijesu evidentirani transferi države prema CGES-u.

**Tabela 21: Potencijalne obaveze po izdatim garancijama države koje nastaju iz poslovanja EPCG (u mil.eura)**

	2022.
Ostatak duga po osnovu kredita za koje je država izdala garancije	44,96

Izvor: CGES

Za analizu potencijalnih obaveza države koje nastaju iz poslovanja CGES, koje se ne mogu kvantifikovati, nije bilo raspoloživo dovoljno podataka.

### Otvorena pitanja relevantna za poslovanje CGES-a

- Povećanje troškova kupovine električne energije za balansiranje, odnosno promjena cijene električne energije ne međunarodnom nivou;
- Visoka stopa inflacije i povećanje referentnih kamatnih stopa koje podižu troškove investicija koji utiču na veće troškove investicija;
- Nerealizacija planiranih investicionih aktivnosti za potrebe održavanja i razvoja elektroprenosne infrastrukture uslijed visoke cijene duga postojećih kredita i upitne tehno-ekonomske isplativosti novih investicionih aktivnosti uslijed rasta kamatnih stopa<sup>15</sup>;
- Stabilnost prenosnog sistema i snadbijevanje električnom energijom krajnjih kupaca, kao posljedica značajnog finansijskog opterećenja i tehničkih poteškoća izazvanih smanjenom realizacijom investicionih aktivnosti u dijelu održavanja i razvoja prenosnog sistema.<sup>16</sup>
- Značajno veća tržišna cijena za nabavku električne energije u odnosu na odobrenu. To utiče na značajno povećanje troškova poslovanja kompanije. Domaće tarife koje CGES može da naplaćuje se definišu za trogodišnji period od strane Regulatorne agencije za energetiku i regulisane komunalne djelatnosti Crne Gore (REGAGEN). Tarifa važi za period 2023-2025. i treba da obezbijedi održiv rad kompanije. Odobrenom tarifom takođe se uzimaju u obzir usklađivanja iz prethodnog perioda po CGES održava stalnu komunikaciju sa regulatorom po ovom pitanju. U skladu sa važećim regulatornim okvirom, odobrena cijena za nabavku električne energije za pokrivanje opravdanih gubitaka u prenosnom sistemu za trogodišnji regulatorni period (2023-2025) je 119,4 €/MWh za sve tri godine.
- Potreba za dodatnim, zaduženjima usljed velikog investicionog ciklusa, u iznosu od oko 70 mil.€ od 2023. godine pa nadalje, uz moguću potrebu za dodatnim zaduženjem usljed odstupanja tržišne u odnosu na odobrenu cijenu nabavke el. energije za pokrivanje opravdanih gubitaka.

<sup>15</sup> Izvor: MKI

<sup>16</sup> Izvor:MKI



- -Nepredvidljivost energije iz obnovljivih izvora, koja će činiti sve veći udio u energetsom miks
- Priključivanje proizvođača i korisnika na mrežu.

#### 4.3.8. Operator tržišta električne energije COTEE d.o.o.

##### 4.3.8.1 Opšte karakteristike

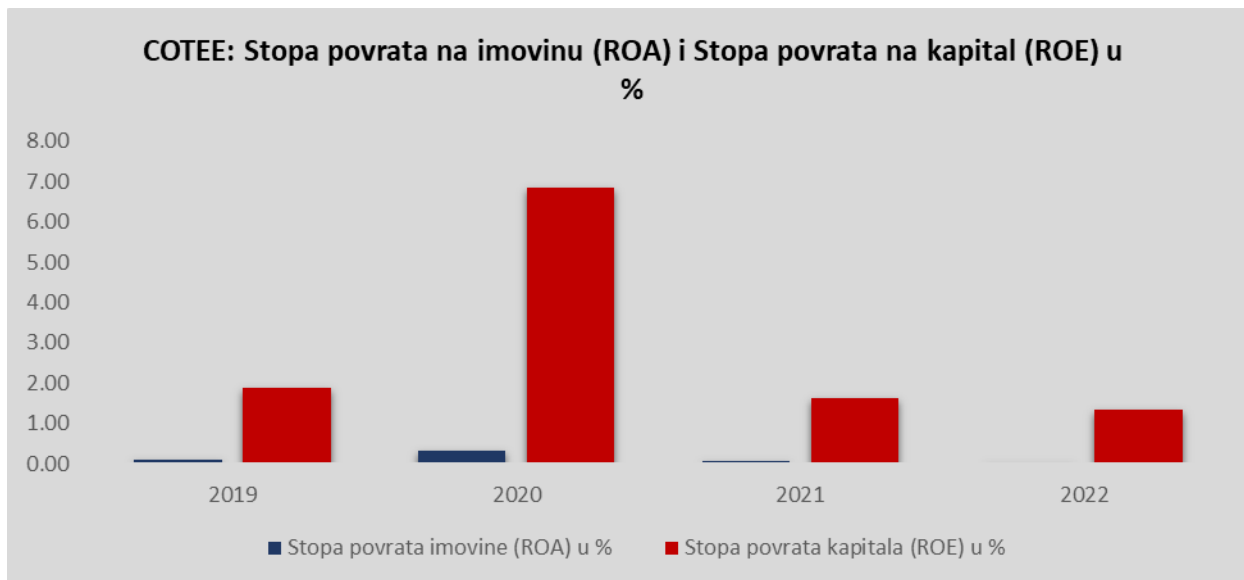
Crnogorski operator tržišta električne energije je energetska subjekat odgovoran za organizovanje i upravljanje tržištem električne energije u Crnoj Gori.

- **Djelatnost:** 4618 - Posredovanje u prodaji posebnih proizvoda
- **Forma privrednog društva:** Društvo sa ograničenom odgovornošću
- **Organi upravljanja:** Odbor direktora ( 5 članova) i Izvršni direktor
- **Kodeks o korporativnom upravljanju:** nije usvojen
- **Revizorski odbor:** ima 3 člana
- **Vlasnička struktura:** Država Crna Gora 100%.

##### 4.3.8.2 Analiza finansijskih performansi i rizika

- **Profitabilnost**

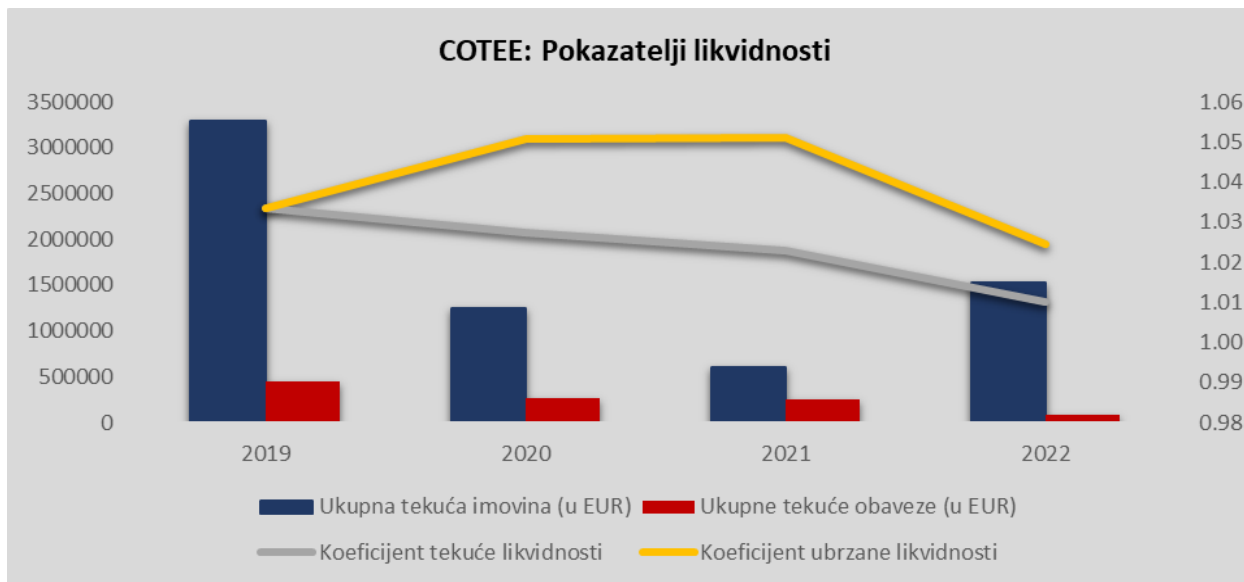
**Profitabilnost COTEE se smanjuje.** Dobit društva ostvarena u 2022. godini je iznosila 8,5 miliona eura, što je bilo ekvivalentno stopi povrata na kapital (ROE) od 1,34%. Dobit je smanjena za 17% u odnosu na 2021.godinu, dok je u 2021. smanjena tz 76% u odnosu na prethodnu godinu. Razlozi smanjenja dobiti su rezultat bržeg povećanja operativnih troškova (prvntveno troškova zarada), od rasta prihoda.



Izvor: Uprava prihoda i carina, finansijski izvještaji kompanije; kalkulacije shodno MMF metodologiji

- Likvidnost**

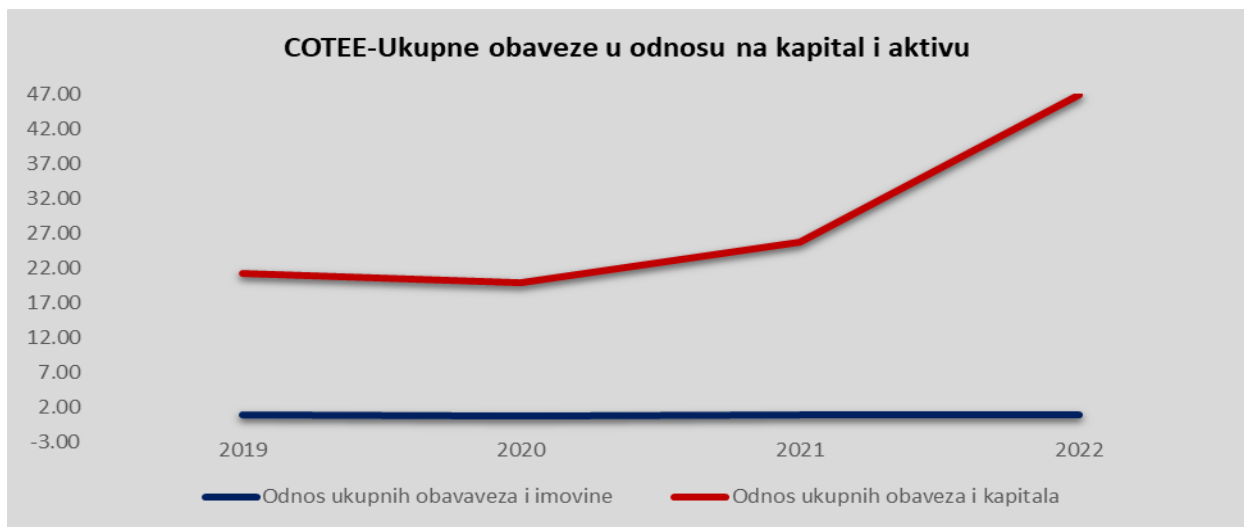
**Likvidnost COTEE se pogoršava.** Koefficijent tekuće likvidnosti, kao pokazatelj sposobnosti društva da iz tekuće aktive izmiri tekuće obaveze je u 2022. godini iznosio 1, i neznatno je smanjen u odnosu na prethodne godine. To ukazuje na visok rizik ulaska u zonu nelikvidnosti, odnosno nemogućnosti društva da iz tekuće imovine izmiri kratkoročne obaveze.



Izvor: Uprava prihoda i carina, finansijski izvještaji kompanije; kalkulacije shodno MMF metodologiji

- Solventnost

**Solventnost društva je smanjena.** Ukupne obaveze društva u odnosu na kapital su povećane u 2022. godini. Uzrok toga je prvenstveno povećanje kratkoročnih obaveza, naročito obaveza prema dobavljačima u 2022. za 8,5 miliona eura ili za 57% u odnosu na prethodnu godinu. To je nastavak trenda iz 2021. godine kada su obaveze prema dobavljačima povećane za 8,9 miliona eura ili za 145% u odnosu na 2020. godinu. Istovremeno je došlo do neznatnog smanjenja kapitala društva u 2022. godini, što je uticalo na nepovoljnije ROE, kao pokazatelja solventnosti. Pokazatelj ROA je takođe pogoršan, ali znatno manje, iz razloga što je ukupna imovina kompanije u 2022. godini povećana mnogo više od obaveza, te navedeni pokazatelj nije značajnije promijenjen.



Izvor: Uprava prihoda i carina, finansijski izvještaji kompanije; kalkulacije shodno MMF metodologiji

**Tabela 22: Njaveće promjene u obavezama/troškovima COTEE d.o.o. (u EUR)**

	2019.	2020.	2021.	2022.
Dobavljači	4,093,024	6,173,224	15,118,606	23,646,794
Troškovi bruto zarada	469,963	461,027	485,582	534,760

Izvor: Uprava prihoda i carina, finansijski izvještaji kompanije

**Tabela 23: Broj zaposlenih na kraju izvještajnog perioda, COTEE d.o.o.**

	31.12.2019.	31.12.2020.	31.12.2021.	31.12.2022.
Ugovori o radu na neodređeno	17	19	20	18
Ugovori o radu na određeno				
Ugovori o dopunskom radu				
Ugovori o djelu				
Ostalo				
Broj zaposlenih	17	19	20	18
Prosječna neto zarada		1004	1024	1254.6

Izvor: finansijski izvještaji

### 4.3.9 Montenegro Bonus d.o.o.

#### 4.3.9.1 Opšte karakteristike

Montenegro Bonus d.o.o. je društvo za proizvodnju i promet robe i usluga širokog spektra djelatnosti, a primarno se bavi prometom robe i usluga iz oblasti gasa i naftnih proizvoda. Društvo je nosilac licence za kupovinu i prodaju električne energije i državni je operator prenosnog sistema prirodnog gasa.

**Djelatnost:** 4671 - Trgovina na veliko čvrstim, tečnim i gasovitim gorivima i sličnim proizvodima

**Forma privrednog društva:** Društvo sa ograničenom odgovornošću

**Organi upravljanja:** Odbor direktora ( 5 članova) i Izvršni direktor

**Kodeks o korporativnom upravljanju:** nije usvojen

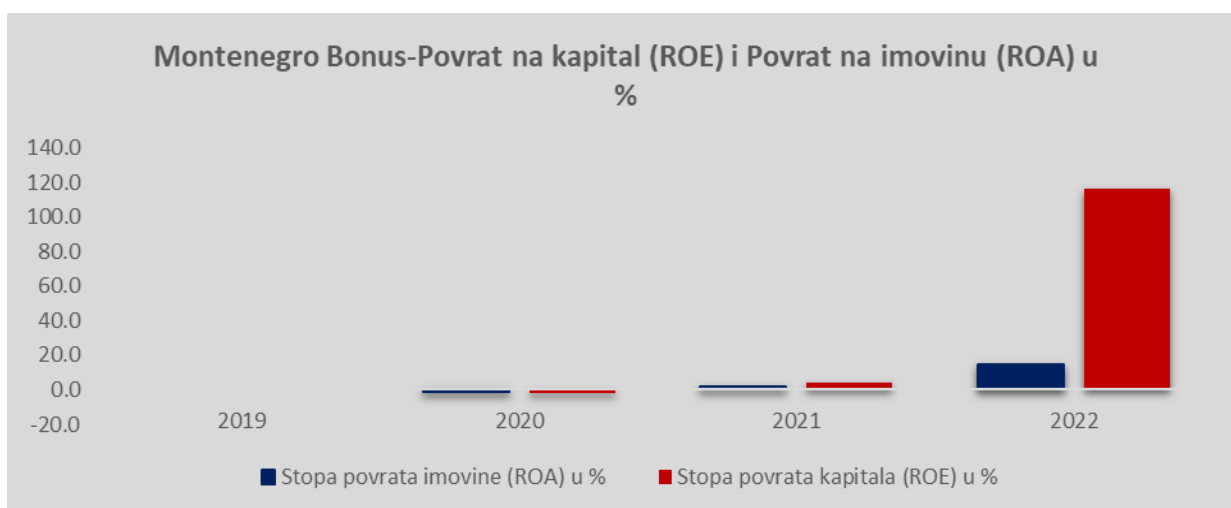
**Revizorski odbor:** ima 3 člana

**Vlasnička struktura:** Vlada Crne Gore 100%

#### 4.3.9.2 Analiza finansijskih performansi i rizika

- **Profitabilnost**

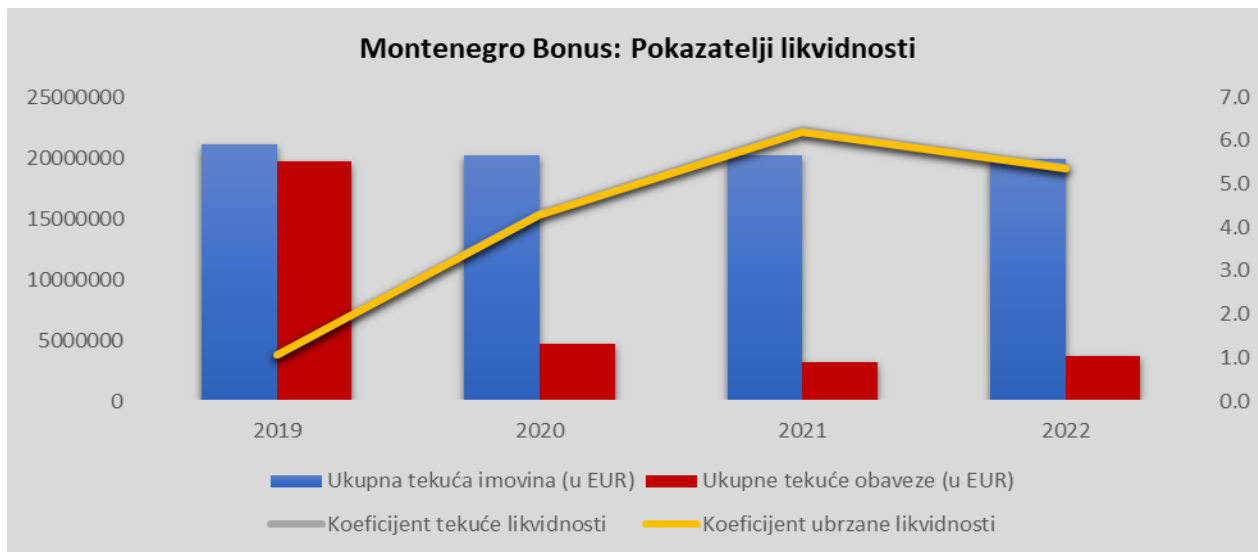
**Profitabilnost društva je povećana.** U 2022. godini je ostvarena dobit od 3,04 miliona eura, ili za 2,3 miliona više nego 2021. godine. ROE kao ekvivalent dobiti ostvarene u 2022. navedenog je iznosio 166%. Razlog je povećanje dobiti s jedne, ali prvenstveno smanjenje kapitala s druge strane u odnosu na prethodni period. ROA, odnosno povrat na imovinu je takođe povećan u 2022.godini, usljed povećanja dobiti zahvaljujući rastu prihoda.



*Izvor: Uprava prihoda i carina, finansijski izvještaji kompanije*

- **Likvidnost**

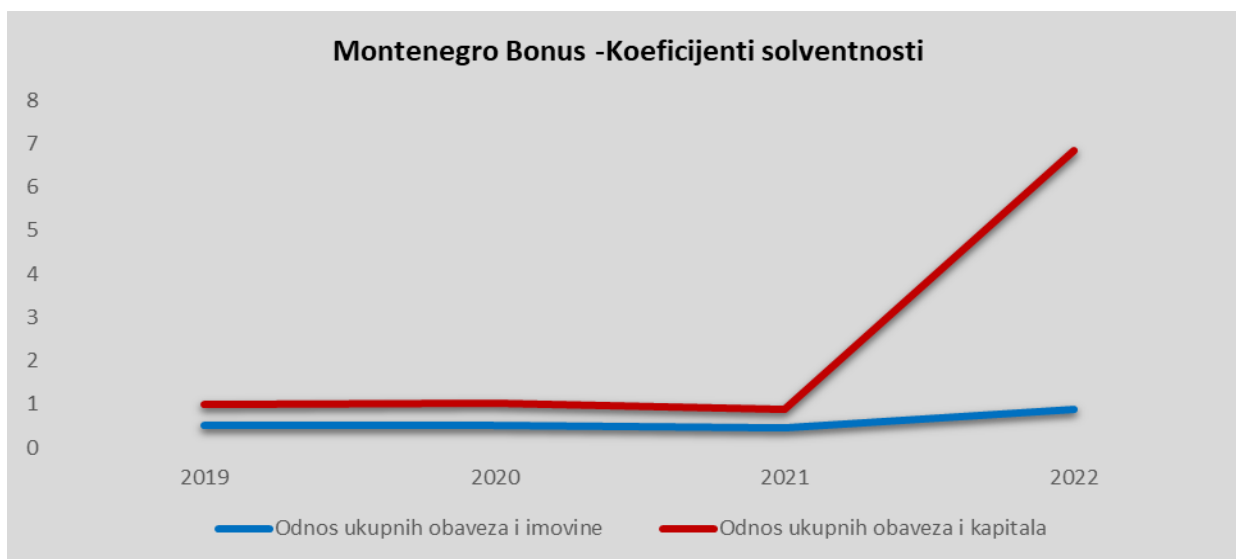
**Likvidnost društva je zadovoljavajuća, iako je u 2022. godini smanjenja.** Koefficient tekuće likvidnosti je iznosio više od 5, što ukazuje na sposobnost društva da iz tekuće imovine izmiri kratkoročne obaveze. Rizik ulaska u zonu nelikvidnosti je nizak.



Izvor: Uprava prihoda i carina, finansijski izvještaji kompanije

- **Solventnost**

**Solventnost društva u 2022.godini je smanjena.** Na to ukazuje pogoršanje odnosa ukupnih obaveza i kapitala, prvenstveno iz razloga smanjenja kapitala za blizu 90% u odnosu na 2021.godinu, kao i zbog neznatnog povećanja ukupnih obaveza. Indikator obaveza i imovine je takođe pogoršan, prvenstveno zbog smanjenja ukupne imovine za blizu 50% u 2022. godini.



Izvor: Uprava prihoda i carina, finansijski izvještaji kompanije

**Tabela 24: Kategorije koje najviše utiču na rezultate Montenegro Bonusa d.o.o.**

	2019.	2020.	2021.	2022.
Obaveze prema dobavljačima	18,997,079	1,589,812	2,672,656	2,822,962
Ostale kratkoročne obaveze	545,178	1,170,870	79,435	88,915
Obaveze po osnovu PDV	85,825	2,076	18,318	92,889
Troškovi zarada, nakanda zarada I ostali lični rashodi	727,727	770,289	701,043	742,784

Izvor: Uprava prihoda i carina, finansijski izvještaji kompanije

**Tabela 25: Broj zaposlenih u Montenegro Bonus d.o.o. na kraju izvještajnog perioda**

	31/12/2019.	31/12/2020.	31/12/2021.	31/12/2022.
Ugovori o radu na neodređeno		27	29	30
Ugovori o radu na određeno			1	
Ugovori o dopunskom radu			1	
Ugovori o djelu			8	
Ostalo				
Broj zaposlenih		30	21	27
Prosječna neto zarada	-	1201	850	1083

Izvor: Montenegro Bonus d.o.o.

- **Otvorena pitanja relevantna za poslovanje Montenegro Bonus d.o.o.**

-Nelojalna konkurencija na tržištu nafte i gasa, koju karakteriše niska marža, kao i različitost u kvalitetu robe.

- Gubljenje Jugopetrola AD kao klijenta.

- Nenaplaćena potraživanja.

- Status obaveza prema Kombinat aluminijuma Podgorica AD u stečaju u odnosu na odluke Vlade Crne Gore o pokriću troškova Montenegro Bonusa DOO Cetinje.

- Procjena imovine Montenegro Bonusa DOO Cetinje od strane ovlašćenog procjenjivača.

## 5. ZAKLJUČCI I PREPORUKE

Na osnovu analize poslovnih performansi devet privrednih društava u većinskom vlasništvu države u sektoru energetike za period 2019-2022.godina, zaključuje se da **sektor energetike karakteriše pogoršanje finansijskih rezultata i povećanje finansijskih, a time i fiskalnih rizika.**

Poslovanje sektora dominantno zavisi od poslovanje EPCG kao najvećeg društva i sa njom povezanih pravnih lica.

**Do smanjenja profitabilnosti na nivou sektora energetike je prvenstveno zbog ostvarivanja gubitka na nivou Grupe EPCG u 2022.godini**, a evidentirano je i smanjenje likvidnosti i solventnosti Grupe EPCG i agregatno na nivou devet analiziranih DP. Među uzroke pogoršanja rezultata poslovanja na nivou sektora energetike spadaju slabosti u korporativnom upravljanju, koje se ogledaju odsustvu postojanja jasnih kriterijuma za izbor odbora direktora društava, nedovoljnoj transparentnosti, nedovoljnoj odvojenosti vlasničke i upravljačke uloge u pojedinim društvima koje se reflektuje kroz direktno miješanje vlasnika u odluke menadžmenta društva čiji je osnivač. Slabosti u korporativnom upravljanju su uticale na smanjenje prihoda i povećanje troškova poslovanja, posebno troškova zarada zbog ogromnog rasta zaposlenosti u Grupi EPCG, ali i povećanja ukupnih obaveza. Dodatni faktori koji su doveli do ogromnog pada profitabilnosti u sektoru energetike su nepovoljna kretanja na međunarodnom tržištu, regulisana cijena električne energije, otežana naplata potraživanja i sl.

Preporuke za poboljšanje finansijskih performansi analiziranih privrednih društava su:

- Definirati kriterijume za izbor članova odbora direktora shodno OECD pravilima, kako bi se smanjio uticaj političke ekonomije na poslovanje DP;
- Podstaci uvođenje Kodeksa o korporativnom upravljanju i revizorskih odbora u svim analiziranim DP, kao i povećanje transparentnosti, naročito kod objavljivanja podataka na zvaničnom sajtu u skladu sa zakonskim obavezama definisanim Zakonom o slobodnom pristupu informacijama;
- Posebno analizirati svrsishodnost poslovanja pojedinih pravnih lica koje je osnovala EPCG, poput EPCG-Solar Gradnja d.o.o, (i novoosnovanog društva EPCG – Željezara Nikšić d.o.o), budući da njihovo poslovanje nepovoljno utiče na ukupne rezultate EPCG i na državu kao vlasnika.
- Izmijeniti pravni okvir koji će ojačati nadzor države nad poslovanjem DP, kao i preciziranje uloge države kao vlasnika.
- Smanjiti stepen uticaja matičnih privrednih društava na društva u vlasništvu, kao bi se obezbijedila njihova funkcionalna nezavisnost shodno Zakonu o energetici.



- Ojačati kapacitete Ministarstva kapitalnih investicija i koordinaciju sa Ministarstvom finansija u praćenju unapređenja korporativnog upravljanja i finansijskih performansi DP u sektoru energetike i gasa.
- Ojačati kapacitete DP u pripremi biznis planova i izvještaja o poslovanju i razmotriti pripremu standardizovanih obrazaca za sva DP za navedene svrhe. Prilikom izrade biznis planova uzeti u obzir nužnost implementacije Zelene agende EU, odnosno ulaganja u mjere adaptacije i mitigacije zbog klimatskih promjena i zaštite životne sredine. Navedeni faktori će u narednom periodu imati dodatnog uticaja na investicije društava u sektoru energetike, i rashode vezane za to, ali i donijeti i nove šanse u njihovom poslovanju.