

**Procena vrednosti 100%  
kapitala Naftne industrije  
Srbije a.d., Novi Sad  
na dan 30. jun 2008. godine  
*(nacrt rezimea izveštaja)***

## Agencija za privatizaciju

Terazije 23  
11000 Beograd

Beograd, 1. Septembar 2008. godine

Poštovani,

U skladu sa Ugovorom o pružanju usluga procene vrednosti zaključenog između Deloitte d.o.o. i Agencije za privatizaciju od 4. avgusta 2008. godine, izvršili smo procenu fer tržišne vrednosti kapitala Naftne industrije Srbije a.d., Novi Sad, Srbija (u daljem tekstu "NIS", ili "Preduzeće").

Izvršili smo procenu 100% vrednosti kapitala NIS na većinskoj neutrživoj osnovi na dan 30. juna 2008. godine. Svrha našeg angažovanja je podrška Agenciji za privatizaciju u utvrđivanju vrednosti kapitala Preduzeća za svrhe utvrđivanja tačnog procenta udela u kapitalu koji će biti prenet sadašnjim i bivšim zaposlenima u skladu sa članom 23. Zakona o pravu na besplatne akcije i novčanu nadoknadu koju građani ostvaruju u postupku privatizacije. Kao deo našeg angažmana imamo obavezu da izdamo pisani izveštaj u kome se izražava naše mišljenje o fer tržišnoj vrednosti 100% kapitala preduzeća Naftna industrija Srbije a.d. na dan 30. juna 2008. godine na većinskoj neutrživoj osnovi. Ovaj Izveštaj nije namenjen za drugu svrhe osim onih koje su navedene u samom Izveštaju.

Za potrebe ovog nacrtu rezimea izveštaja, koristili smo definiciju Američkog udruženja procenjivača (ASA - American Society of Appraisers) prema kojima je fer tržišna vrednost "cena po kojoj bi se mogla obaviti kupoprodajna transakcija između zainteresovanog prodavca i zainteresovanog kupca, u uslovima kada ni jedan ni drugi nisu pod prinudom da prodaju odnosno kupe imovinu koja je predmet transakcije, i u kojima obe strane raspoložu odgovarajućim saznanjima i relevantnim činjenicama".

Sva ograničenja i relevantne činjenice koje su nam bile dostupne prilikom izvođenja zaključaka su naglašeni u Izveštaju.

Naša procena vrednosti kapitala se zasniva na pretpostavci o Društvu kao poslovnom subjektu sa neograničenim rokom poslovanja (tzv. "going-concern"). Ova premisa pretpostavlja da su ispunjeni sledeći uslovi: (1) rukovodstvo Društva primenjivaće samo one finansijske i poslovne strategije koje će povećavati vrednost poslovnog subjekta, i (2) ne postoji neizvesnost u vezi budućih događaja (kao što je kontinuirano poslovanje sa gubitkom

i finansijskim poteškoćama) koje mogu dovesti u pitanje funkcionisanje Preduzeća kao entiteta sa neograničenim rokom poslovanja (“going-concern”).

Na osnovu naših istraživanja, proučavanja, ispitivanja i analize (kao što je navedeno u Izveštaju koji sledi), procenjujemo da je fer tržišna vrednost 100% kapitala Naftne industrije Srbije a.d., Novi Sad na većinskoj neutrživoj osnovi na dan 30. june 2008. godine (zaokruženo):

**2.200.000.000 EUR**

---

**(dve milijarde i dve stotine miliona evra )**

Rezultat naše procene ne predstavlja mišljenje o “pravednosti”, niti savet u cilju investiranja i ne treba ga koristiti u te svrhe. Takođe, naši zaključci ne mogu da služe kao zamena za dijagnostički izveštaj (“due diligence”), te potencijalni zajmodavci ili bilo koje treće lice moraju da sačine sopstvene dijagnostičke studije za potrebe eventualnih transakcija sa Preduzećem. Stoga, namena ovog Izveštaja nije da zameni «due diligence» analizu i procedure koje bi bilo koje treće lice trebalo da sprovedu prilikom razmatranja transakcije sa Preduzećem.

Tokom našeg angažmana, imali smo pristup revidiranim i nerevidiranim finansijskim i poslovnim podacima kao i projekcijama koje nam je dostavilo rukovodstvo Preduzeća. Pored navedenih podataka, korišćeni su različiti javno dostupni podaci. Oslonili smo se na ove podatke bez dalje provere i potvrde. Prilikom našeg angažmana, nismo sproveli reviziju navedenih podataka. U skladu sa tim, ne dajemo mišljenje niti drugi oblik garancija vezan za ove podatke. Nismo bili u mogućnosti da rukovodstvu NIS-a dostavimo nacrt izveštaja o proceni vrednosti. Da smo imali mogućnosti da sa rukovodstvom NIS-a prodiskutujemo rezultate procene i da smo od njih dobili komentare na izvršenu procenu moguće je da bi smo utvrdili da su određene promene ovoga izveštaja neophodne. Te promene bi mogle i materijalno da utiču na rezultat procene vrednosti.

Treba napomenuti da se dogovorena cena u eventualnoj konkretnoj transakciji promene vlasništva Preduzeća može razlikovati od procenjenog raspona fer vrednosti usled faktora kao što su motivisanost zainteresovanih strana, njihove pregovaračke pozicije, priroda transakcije (na primer, načini finansiranja, prenos upravljanja Preduzećem, itd.) i drugi faktori specifični za konkretnu transakciju.

Potrebno je takođe napomenuti, da izraz «fer tržišna vrednost» predstavlja suštinsku vrednost Preduzeća. Suštinska vrednost je za ove svrhe definisana kao ona za koju verujemo da bi

prevladala na tržištu uzimajući u obzir zahtevani povrat na investicije u postojećim ekonomskim i poslovnim uslovima na dan procene, a bez vrednovanja mogućih sinergija (ili ekonomija obima) koje mogu da postoje u različitoj meri za različite potencijalne kupce.

Veruje se da za svaku imovinu postoji onoliko "cena" koliko ima potencijalnih kupaca. Odnosno da je svaki kupac za određenu imovinu spreman da plati različitu cenu a zbog činjenice da svaki kupac ima sebi svojstvenu i jedinstvenu svrhu za koju će da koristi predmetnu imovinu. Prilikom svake tržišne transakcije, kupac će oceniti potencijalnu akviziciju uzimajući u obzir efekte ekonomije obima (npr. slabljenje moći ili eliminisanje konkurencije, osiguranje izvora snabdevanja neophodnim materijalom, ušteda troškova usled integrisanja nove akvizicije u neki postojeći sistem itd.) ili sinergije koju eventualno donosi ta akvizicija. Teorijski, svaki kupac može očekivati različite efekte ekonomije obima od kupljene imovine, pa će stoga svaki kupac biti spreman da plati različitu cenu za konkretnu imovinu. Međutim, čak i u situaciji kada je kupac u mogućnosti da realizuje potencijalne sinergije veoma je neizvesno da li će biti i voljan i u kojoj meri da plati dodatnu cenu za te sinergije.

Uzimajući u obzir sve navedeno, kao i samu svrhu procene, ovde predstavljeni obračuni nastoje da reflektuju vrednost imovine NIS-a, kao i dugoročnu sposobnost NIS-a da generiše zaradu i novčane tokove a u skladu sa pretpostavkama poslovanja menadžmenta koje su predstavljene u ovom izveštaju.

U pogledu tačnosti podataka želimo da naglasimo da obično postoje razlike, nekad i značajne, između predviđenih i ostvarenih rezultata, usled toga što se stvarni događaji i okolnosti često razlikuju od pretpostavki na kojima se bazira analiza.

U pogledu finansijskih projekcija, uključujući informacije u vezi sa strateškim, finansijskim i poslovnim planovima NIS-a, pretpostavili smo da su oni realno postavljeni na bazi najboljih procena o budućem finansijskom poslovanju NIS-a a na osnovu informacija dostupnih na dan 30. jun 2008.

S poštovanjem,



## Sadržaj

<b>1</b>	<b>UVOD</b> .....	<b>9</b>
1.1	OGRANIČAVAJUĆI FAKTORI .....	9
1.2	HIPOTETIČKE PRETPOSTAVKE .....	11
1.3	PROCES PROCENE .....	12
1.4	IZVORI PODATAKA KOJE SMO KORISTILI .....	13
<b>2</b>	<b>MAKROEKONOMSKA ANALIZA</b> .....	<b>15</b>
2.1	PROFIL ZEMLJE.....	15
2.2	OSNOVNI MAKROEKONOMSKI POKAZATELJI .....	16
2.3	BRUTO DOMAĆI PROIZVOD .....	17
2.4	INFLACIJA, KURS DINARA I KAMATNE STOPE .....	18
2.4.1	<i>Inflacija</i> .....	18
2.4.2	<i>Kurs dinara</i> .....	18
2.5	SPOLJNOTRGOVINSKA RAZMENA .....	19
2.6	SPOLJNI DUG .....	20
2.7	DIREKTNNA STRANA ULAGANJA.....	21
2.8	NEZAPOSLENOST.....	23
<b>3</b>	<b>PREGLED INDUSTRIJE NAFTE I GASA</b> .....	<b>23</b>
3.1	ISTRAŽIVANJE I PROIZVODNJA NAFTE (UPSTREAM) .....	24
3.2	RAFINACIJA I PRERADA NAFTE (MIDSTREAM).....	24
3.3	DISTRIBUCIJA NAFTE I NAFTNIH DERIVATA (DOWNSTREAM) .....	25
3.4	SVETSKO TRŽIŠTE NAFTE .....	25
3.4.1	<i>Tražnja</i> .....	25
3.4.2	<i>Ponuda na tržištu nafte</i> .....	26
3.4.3	<i>Cene nafte na svetskom tržištu</i> .....	27
3.5	INDUSTRIJA NAFTE I NAFTNIH DERIVATA U REPUBLICI SRBIJI .....	28
3.5.1	<i>Sistem primarne energije – proizvodnja i uvoz sirove nafte</i> .....	29
3.5.2	<i>Sistem transformacije primarne energije – prerada sirove nafte</i> .....	29
3.5.3	<i>Distribucija i potrošnja finalnih proizvoda naftne industrije</i> .....	30
<b>4</b>	<b>METODOLOGIJA PROCENE VREDNOSTI KAPITALA</b> .....	<b>32</b>
4.1	DISKONTOVANI NOVČANI TOKOVI .....	33
4.2	TRŽIŠNI PRISTUP .....	35
4.3	METOD NETO IMOVINE.....	36
4.4	ZAKLJUČAK – METODI PROCENE VREDNOSTI PREDUZEĆA .....	36

<b>5</b>	<b>PROCENA VREDNOSTI KAPITALA METODOM DISKONTOVANIH NOVČANIH TOKOVA.....</b>	<b>38</b>
5.1	UVOD.....	38
5.2	PRETPOSTAVKE.....	39
5.2.1	<i>Eksploatacija sirove nafte i gasa</i> .....	39
5.2.2	<i>Struktura rafinerijske prerade</i> .....	40
5.2.3	<i>Uvoz sirove nafte</i> .....	43
5.2.4	<i>Projekcija prodaje</i> .....	45
5.2.5	<i>Izvoz / Uvoz naftnih derivata</i> .....	47
5.2.6	<i>Cena sirove nafte</i> .....	48
5.2.7	<i>Cena naftnih derivata</i> .....	53
5.2.8	<i>Makroekonomske i ostale pretpostavke</i> .....	56
5.3	PROJEKCIJA PRIHODA.....	57
5.3.1	<i>Prihodi od maloprodaje i veleprodaje naftnih derivata na domaćem tržištu</i> .....	57
5.3.2	<i>Prihodi od izvoza</i> .....	59
5.3.3	<i>Prihodi od uslužne prerade nafte</i> .....	60
5.3.4	<i>Prihodi od prodaje nafte iz Angole</i> .....	61
5.3.5	<i>Prihodi od prodaje gasa</i> .....	61
5.3.6	<i>Ostali prihodi</i> .....	61
5.3.7	<i>Sažetak ukupnih prihoda</i> .....	62
5.4	PROJEKCIJA TROŠKOVA.....	63
5.4.1	<i>Trošak nabavke uvozne nafte i poluproizvoda</i> .....	63
5.4.2	<i>Trošak nabavke uvoznih naftnih derivata</i> .....	64
5.4.3	<i>Troškovi proizvodnje sopstvene sirove nafte i gasa</i> .....	64
5.4.4	<i>Troškovi prerade</i> .....	66
5.4.5	<i>Troškovi prodaje</i> .....	69
5.4.6	<i>Projekcija ukupnih operativnih troškova</i> .....	70
5.5	SAŽETAK PROJEKCIJE BILANSA USPEHA.....	72
5.6	PROJEKCIJA KAPITALNIH INVESTICIJA.....	74
5.7	PROJEKCIJA KRETANJA OBRITNOG KAPITALA.....	75
5.8	DISKONTNA STOPA.....	76
5.9	NEPOSLOVNA IMOVINA.....	77
5.10	PROJEKCIJA NOVČANOG TOKA I DCF SAŽETAK – SCENARIO 1.....	78
5.11	PROJEKCIJA NETO NOVČANOG TOKA I SAŽETAK DCF PROCENE – SCENARIO 2.....	80
5.12	DCF ZAKLJUČAK O VREDNOSTI.....	82
<b>6</b>	<b>PROCENA VREDNOSTI KAPITALA METODOM NETO IMOVINE.....</b>	<b>83</b>
6.1	REKLASIFIKACIJE SPROVEDENE U BILANSU STANJA NA DAN 30. JUNA 2008. GODINE	84

6.1.1	<i>Nekretnine, postrojenja i oprema</i>	85
6.1.2	<i>Dugoročni finansijski plasmani</i>	85
6.1.3	<i>Obrtna imovina</i>	85
6.1.4	<i>Dugoročne i kratkoročne obaveze</i>	86
6.2	KOREKCIJE SPROVEDENE NA REKLASIFIKOVANOM BILANSU STANJA NA DAN 30. JUNA 2008. GODINE	86
6.3	NEMATERIJALNA ULAGANJA	86
6.3.2	<i>Kvalifikovana radna snaga</i>	87
6.3.3	<i>Koncesiona prava – istraživanje i eksploatacija sirove nafte i prirodnog gasa u Srbiji</i>	91
6.3.4	<i>Ostala nematerijalna ulaganja</i>	99
6.3.5	<i>Zaključak o proceni nematerijalnih ulaganja</i>	100
6.4	NEKRETNINE, POSTROJENJA I OPREMA	100
6.5	DUGOROČNI FINANSIJSKI PLASMANI	101
6.6	ZALIHE	101
6.7	POTRAŽIVANJA, FINANSIJSKI PLASMANI I GOTOVINA I ODLOŽENA PORESKA SREDSTVA	103
6.8	DUGOROČNE OBAVEZE I REZERVISANJA	104
6.9	KRA TKOROČNE OBAVEZE	105
6.10	ZAKLJUČAK O VREDNOSTI KAPITALA IZVEDEN METODOM NETO IMOVINE	106
<b>7</b>	<b>PROCENA VREDNOSTI KAPITALA TRŽIŠNIM PRISTUPOM</b>	<b>108</b>
7.1	PRIMENA TRŽIŠNOG PRISTUPA	109
7.2	PRIMENA METODA UPOREDIVIH KOMPANIJA	109
7.2.1	<i>Kriterijumi za izbor uporedivih preduzeća</i>	112
7.2.2	<i>Izabrane uporedive kompanije</i>	112
7.2.3	<i>Izbor i primena multiplikatora</i>	117
7.2.4	<i>Korekcije za rizik zemlje i veličinu preduzeća</i>	117
7.2.5	<i>Korekcije za međusobno povezana preduzeća u uzorku</i>	118
7.2.6	<i>Korekcija za iznos kontrolne premije</i>	118
7.2.7	<i>Primena multiplikatora</i>	118
7.2.8	<i>Korekcija za kamatonosne obaveze i neposlovna sredstva</i>	119
7.2.9	<i>Napomene u vezi sa premijama i diskontima</i>	119
7.2.10	<i>Zaključak o procenjenoj vrednosti – metod uporedivih kompanija</i>	120
7.3	PRIMENA METODA UPOREDIVIH TRANSAKCIJA	125
7.3.1	<i>Kriterijumi za izbor uporedivih transakcija</i>	125
7.3.2	<i>Izbor i primena multiplikatora</i>	126
7.3.3	<i>Korekcije za rizik zemlje i veličinu preduzeća</i>	126

7.3.4	<i>Korekcija za iznos kontrolne premije .....</i>	<i>127</i>
7.3.5	<i>Primena multiplikatora.....</i>	<i>127</i>
7.3.6	<i>Korekcija za kamatonosne obaveze i neposlovna sredstva.....</i>	<i>127</i>
7.3.7	<i>Metod uporedivih transakcija – zaključak o vrednosti.....</i>	<i>127</i>
<b>8</b>	<b>ZAKLJUČAK O PROCENJENOJ VREDNOSTI KAPITALA.....</b>	<b>129</b>



## 1 UVOD

Cilj našeg angažovanja je bio da utvrdimo fer tržišnu vrednost 100% kapitala NIS-a na većinskoj neutrživoj osnovi na dan 30. juna 2008. godine. Svrha naše usluge procene vrednosti je pružanje podrške Agenciji za privatizaciju pri utvrđivanju vrednosti kapitala Preduzeća za potrebe obračuna tačnog procenta vlasništva u kapitalu koji će biti prenet sadašnjim i bivšim zaposlenima u skladu sa članom 23. Zakona o pravu na besplatne akcije i novčanu nadoknadu koju građani ostvaruju u postupku privatizacije. Pored toga, naša je obaveza da izdamo pisani izveštaj u kome se izražava i podržava naše mišljenje o fer tržišnoj vrednosti 100% kapitala preduzeća Naftna industrija Srbije a.d. na dan 30. juna 2008. godine. Naša procena ne predstavlja mišljenje o “pravednosti”, niti savet u cilju investiranja i ne treba je koristiti u te svrhe.

### 1.1 Ograničavajući faktori

Za potrebe ove procene, fer tržišnu vrednost definisali smo kao „cena po kojoj bi se mogla obaviti kupoprodajna transakcija između zainteresovanog prodavca i zainteresovanog kupca, u uslovima kada ni jedan ni drugi nisu pod prinudom da prodaju odnosno kupe imovinu koja je predmet transakcije, i u kojima obe strane raspolažu odgovarajućim saznanjima i relevantnim činjenicama”. Zaključak o fer tržišnoj vrednosti do kojeg se došlo je prema tome razumna procena cene po kojoj bi mogla da bude izvršena kupoprodaja kapitala između dve zainteresovane strane. Treba napomenuti da se dogovorena cena u eventualnoj konkretnoj transakciji promene vlasništva kapitala NIS-a može razlikovati od procenjenog raspona fer vrednosti usled faktora kao što su motivisanost zainteresovanih strana, njihove pregovaračke pozicije, priroda transakcije (na primer, načini finansiranja, prenos upravljanja Preduzećem, itd.) kao i drugih faktora specifičnih za konkretnu transakciju. U pogledu fer tržišne vrednosti NIS-a, želimo napomenuti i sledeće:

Potrebno je takođe napomenuti, da izraz «fer tržišna vrednost» predstavlja suštinsku vrednost Preduzeća. Suštinska vrednost je za ove svrhe definisana kao ona za koju verujemo da bi prevladala na tržištu uzimajući u obzir zahtevani povrat na investicije u postojećim ekonomskim i poslovnim uslovima na dan procene, a bez vrednovanja mogućih sinergija (ili ekonomija obima) koje mogu da postoje u različitoj meri za različite potencijalne kupce.

U vezi sa tržišnom vrednošću NIS-a, nadalje ističemo:

- Verujemo da u suštini za svaku imovinu postoji onoliko “cena” koliko ima potencijalnih kupaca. Odnosno da je svaki kupac za određenu imovinu, bilo da se radi o paketu akcija ili o konkretnoj imovini, spreman da plati različitu cenu a zbog činjenice da svaki kupac ima sebi svojstvenu i jedinstvenu svrhu za koju će da koristi predmetnu imovinu. Prilikom svake tržišne transakcije, kupac će oceniti potencijalnu akviziciju uzimajući u obzir efekte ekonomije obima (npr. slabljenje moći ili eliminisanje

konkurencije, osiguranje izvora snabdevanja neophodnim materijalom, ušteda troškova usled integrisanja nove akvizicije u neki postojeći sistem itd.) ili sinergija koju eventualno donosi nova akvizicija. Teorijski, svaki kupac može očekivati različite efekte ekonomije obima od kupljene imovine, pa će stoga svaki kupac biti spreman da plati različitu cenu za konkretnu imovinu.

- U situacijama kada konkretan kupac nije jasno identifikovan, verujemo da je izuzetno teško, ako ne i nemoguće, sa sigurnošću izneti mišljenje o vrednosti transakcije koja bi se mogla postići na tržištu. U slučaju kada konkretan kupac nije jasno identifikovan, mišljenje o fer tržišnoj vrednosti konkretnih sredstava zasnivamo na mogućnosti tih sredstava da donose zaradu vlasniku i generišu novčane tokove, i to kao posledica korišćenja konkretnih sredstava. Osnov za ovaj pristup leži u činjenici da ukoliko neka sredstva nisu javno ponuđena na prodaju, često postoje špekulacije da li uopšte postoji kupac koji:

- i. može da iskoristiti prednosti ekonomije obima ili sinergija, a
- ii. u slučaju da potencijalni kupac može da ostvari efekat sinergija, postavlja se pitanje da li se sa njim može dogovoriti fer cena.

Nadalje, verujemo da se samo putem pregovora sa kupcem mogu utvrditi stvarni efekti ekonomije obima, ali i da je kupac najčešće u boljoj poziciji da oceni efekte potencijalnih sinergija nego što to može sam prodavac.

Iako je namera da naša procena bude odraz vrednosti imovine NIS-a i mogućnosti NIS-a da generiše prihode i novčane tokove na duži rok, veoma je važno da akcionari NIS-a jasno razmeju da prosečan kupac može da bude spreman ili će u budućnosti biti spreman, da plati cenu za kapital NIS-a koja je različita od procenjene vrednosti do koje smo mi došli. Želimo da istaknemo da smatramo da se efekti sinergija kupca na vrednost kapitala mogu utvrditi samo u slučajevima kada se kapital nekog preduzeća javno ponudi na prodaju. Čak i u slučaju javne ponude kvantifikacije uticaja sinergija je značajnija za kupca nego što je to za prodavca.

Procenu smo bazirali na javno dostupnim informacijama i informacijama koje nam je dostavilo rukovodstvo Preduzeća, za koje smatramo da su tačne i da odražavaju istorijsku finansijsku poziciju i stanje poslovanja Društva. U pogledu finansijskih projekcija, uključujući informacije u vezi sa strateškim, finansijskim i poslovnim planovima NIS-a, pretpostavili smo da su oni realno postavljeni na bazi najboljih procena o budućem finansijskom poslovanju NIS-a a na osnovu informacija dostupnih na dan 30. juna 2008. Naši zaključci zavise od tačnosti i sveobuhvatnosti dostavljenih podataka u svim materijalno značajnim aspektima. Ipak, ugovoreni obim posla ne dozvoljava nam da prihvatimo odgovornost za tačnost i kompletnost informacija koje su nam prezentovane.

Procena je izvršena uzimajući u obzir samo informacije koje su bile poznate u vreme njene pripreme; ne možemo preuzeti odgovornost za eventualne promene u tržišnim uslovima koje

nastanu nakon dostave našeg Izveštaja i obavezu da Izveštaj inoviramo u skladu sa eventualnih promenama tržišnih uslova nastalih nakon izdavanja Izveštaja.

Preduzeće nam je dostavilo korigovane planove i projekcije proizvodnog i prodajnog asortimana. Prema našim saznanjima, dostavljeni podaci, koje je pripremio menadžment NIS-a, a koji su vezani za proizvodni asortiman usled ograničenog vremena i raspoloživih informacija ove informacije nisu bili predmet detaljne analize, već najbolja moguća procena menadžmenta NIS-a u datom trenutku. Kako je vremenski rok za završetak procene bio ograničen, rukovodstvo NIS-a nije bilo u mogućnosti da pripremi ažurirane finansijske projekcije, koje bi u potpunosti reflektovale troškove vezane za predviđenu strukturu prerade nafte. Proračun proizvodnog miksa i rafinerijskih merži se obično vrši sofisticiranim rafinerijskim softverom koji je jedinstveno programiran za svaku rafineriju posebno. Želimo da naglasimo da bi se proizvodni miks, sa njim povezani troškovi, kao i rafinerijske margine najverovatnije razlikovale on onih koje smo mi koristili ukoliko bi se obradile na gore navedeni način. Ove razlike bi mogle biti i materijalne.

Prilikom našeg angažmana, nismo sproveli reviziju finansijskih izveštaja i u skladu sa tim, ne dajemo mišljenje niti drugi oblik garancija vezan za ove podatke na datum procene.

Rezultati procene su relevantni samo u skladu sa definisanom svrhom i obuhvaćenim vremenskim okvirom.

## 1.2 Hipotetičke pretpostavke

Procena koju smo sproveli se zasniva na brojnim pretpostavkama i očekivanjima čije izmene bi značajno uticale na rezultat naše procene. Pretpostavke i očekivanja kojima smo se rukovodili su ili dostavljene od strane NIS-a ili potiču iz javno dostupnih izvora informacija.

Osnovne pretpostavke i očekivanja koje smo koristili su:

1. Koncesiona prava za istraživanje, eksploataciju i preradu nafte i prirodnog gasa su neopoziva i vremenski neograničena.
2. Stopa naknade za korišćenje prirodnih resursa će ostati neizmenjena i iznosiće 3% ostvarenih prihoda.
3. Važeći pravni okvir koji omogućava NIS-u monopolsku poziciju tako što ne dozvoljava uvoz naftnih derivata, izuzev Evro dizela, će biti na snazi do 2012. godine ili do momenta kada će NIS biti u mogućnosti, da uz prateće investicije proizvodi naftne derivate u skladu sa EU standardima. Takođe je pretpostavljeno da će u trenutku kada NIS bude počeo sa proizvodnjom Euro dizela troškovi njegove proizvodnje biti na nivou koji će omogućiti NIS-u da prodaje ovu vrsta goriva po cenama nižim od konkurencije.

4. Važeći mehanizam formiranja cena u Srbiji koji se zasniva na vezivanju cene većine naftnih derivata za cenu sirove nafte će ostati na snazi u periodu projekcije poslovanja.
5. Projektovani nivo investicija dostavljen od strane rukovodstva NIS-a odgovara potrebama prilagođavanja kapaciteta za preradu nafte standardima EU i plan investicija će biti sproveden kako je predviđeno strateškim planom.
6. Projekcije kretanja cena sirove nafte zasnivaju se na javno dostupnim informacijama iz pouzdanih izvora (Energy Information Agency, Economist Intelligence Unit, Deutsche Bank, NYMEX, itd.). Ovo su bili najpouzdaniji izvori informacija koji su nam bili na raspolaganju. Ipak, skrećemo pažnju na to da sve vrste projekcija retko zaista apsolutno tačno projektuju cenu sirove nafte na dugi rok. Svaka promena u očekivanoj ceni nafte može imati značajan efekat na rezultat naše procene.
7. U našim projekcijama rukovodili smo se pretpostavkom da će sva proizvodnja koja ne može biti plasirana na tržištu Srbije biti izvezena.
8. U potpunosti smo se oslanjali na projekcije obima proizvodnje i prodaje koje su nam dostavljene od strane NIS-a.

### 1.3 Proces procene

Tokom izrade ove studije, naša analiza je obuhvatala, ali nije bila ograničena isključivo na aktivnosti opisane u daljem tekstu.

Od NIS-a smo dobili finansijske informacije i informacija o poslovanju Preduzeća za prvih šest meseci 2008. godine, 2007. i 2006. godinu, kao i revidirani strateški plan NIS-a za period 2008.-2010. Nakon što smo izvršili uvid u dobijene podatke i sprovedli osnovne analize, zahtevali smo dalja pojašnjenja i dodatne informacije koje bi nam omogućile bolje razumevanje finansijske pozicije NIS-a na dan 30. juna 2008. godine, kao i očekivanog razvoja poslovanja.

Izvršili smo pregled finansijskih izveštaja NIS-a na dan 30. juna 2008. godine i izvršili korekcije kako bismo ih uskladili sa Međunarodnim standardima finansijskog izveštavanja (MSFI). Takođe smo izvršili normalizaciju bilansnih pozicija eliminacijom stavki koje nisu karakteristične za normalan tok poslovanja i koje se u narednim periodima ne mogu predvideti. Normalizacija i usklađivanje sa odredbama MSFI su bili neophodni za utvrđivanje profitabilnosti Preduzeća u skladu sa MSFI i radi uporedivosti podataka vezanih za poslovanje drugih relevantnih kompanija u industriji nafte i gasa, a i radi projektovanja budućih novčanih tokova.

Izvršili smo procenu vrednosti ključnih nekretnina, postrojenja i opreme i investicionih nekretnina. Nezavisni procenitelji su sprovedli procenu vrednosti investicionih nekretnina primenom metoda uporedivih transakcija (Comparable Sales Method), dok je procena

vrednosti nekretnina, postrojenja i opreme sprovedena primenom metoda amortizovane vrednosti zamene (Depreciated Replacement Cost Method) na dan 30. juna 2008. godine.

Na naš zahtev, NIS nam je dostavio pregled očekivanih fiksnih i varijabilnih troškova vezanih za proizvodnju i preradu nafte i aktivnosti prodaje. U svojim analizama oslanjali smo se na podatke dostavljene od strane NIS-a, bez daljih provera.

Za potrebe procene vrednosti primenom tržišnog metoda (Market Approach) prikupili smo znatnu količinu podataka o poslovanju kompanija koje se bave proizvodnjom i preradom nafte i gasa, kao i podatke o ostvarenim transakcijama uporedivih preduzeća. Kao izvore podataka koristili smo baze podataka poput Bloomberg, OneSource, Factiva itd. Navedeni podaci su preuzimani iz baza podataka bez dalje provere njihove tačnosti. Prikupljeni podaci su, nakon potrebnih prilagođavanja korišćeni u proceni vrednosti primenom tržišnog metoda.

Za potrebe procene vrednosti primenom metoda neto imovine (Net Assets Value Method) identifikovali smo i procenili nematerijalna ulaganja koja se ne nalaze u finansijskim izveštajima NIS-a. Navedena nematerijalna ulaganja obuhvataju postojeću kvalifikovanu radnu snagu (iskustvo i stručnost zaposlenih) i koncesiona prava vezana za istraživanje, eksploataciju i proizvodnju nafte i prirodnog gasa u Srbiji.

Nakon što smo prikupili i pregledali podatke dobijene od strane Preduzeća i prikupljenih sa navedenih izvora, izvršili smo analizu svih raspoloživih podataka kako bismo izvršili izbor adekvatnih metoda za procenu vrednosti. Na osnovu primene metoda diskontovanih novčanih tokova (Discounted Cash Flow – DCF method), metoda neto imovine (Net Assets Value Method - NAV), metodom uporedivih preduzeća (Guideline Public Companies Method - GPC), i metodom uporedivih transakcija (Mergers and Acquisitions Method - M&A) utvrdili smo raspon vrednosti kapitala.

## **1.4 Izvori podataka koje smo koristili**

U postupku procene vrednosti, uloženi su značajni napor kako bi se ostvarila saradnja u procesu dostave podataka koji su poslužili kao osnov za procenu. Svi prikupljeni podaci su korišćeni za potrebe procene, a posebno:

- Revidirani finansijski izveštaji Preduzeća za 2005, 2006 i 2007. godinu.
- Nerevidirani finansijski izveštaji Preduzeća za period od 1. januara do 30. juna 2008. godine i od 1. januara do 30. juna 2007. godine;
- Godišnji izveštaji o poslovanju Preduzeća za 2005, 2006 i 2007. godinu
- Izveštaj nezavisnog revizora za 2007. i 2006. godinu;
- Strateški plan poslovanja do 2010. godine;

- Planirani iznos investicija za period 2008.-2012. godine;
- Korigovane projekcije prodaje po artiklu/vrsti usluga za period 2008.-2010. godine;
- Korigovana marža za proces krekovanja u rafinerijama Pančevo i Novi Sad za period 2008.-2010. godine;
- Akt o osnivanju Preduzeća;
- Pregled nekretnina, postrojenja i opreme na dan 30. juna 2008. godine;
- Pregled dugoročnih finansijskih plasmana;
- Pregled dugoročnih potraživanja;
- Pregled najznačajnijih kupaca;
- Pregled internih potraživanja i obaveza;
- Pregled formiranih rezervi, njihove namene i planova za potrošnju rezervi;
- Pregled najznačajnijih dobavljača;
- Pregled dugoročnih obaveza;
- Pregled kredita od banaka;
- Pregled vremenskih razgraničenja i odloženih poreskih sredstava/obaveza;
- Pregled ugovora o lizingu;
- Opis vanbilansih pozicija;
- Pregled ključnih pozicija u okviru poslovnih prihoda i rashoda;
- Pregled ključnih pozicija u okviru ostalih finansijskih prihoda i rashoda;
- Opis ključnih artikala/vrsti usluga Preduzeća sa pregledom njihovih učešća u ukupnoj prodaji ostvarenoj tokom prve polovine 2008., u 2007., 2006. i 2005. godini;
- Podaci o tržišnoj pozicioniranosti pojedinih artikala/vrsti usluga Preduzeća i njihovo poređenje sa konkurentnom ponudom;
- Pregled pravnih subjekata koji posluju u istoj oblasti kao i Preduzeća i očekivanja u vezi sa njihovim udelim na tržištu, kao i njihovo poređenje sa Preduzećem;
- Ocena mogućnosti ulaska novih konkurenata na tržište;

Ostali podaci korišćeni u proceni vrednosti, ukoliko nije drugačije navedeno, potiču iz sledećih izvora:

- Bloomberg Professional database;
- Bureau van Dijk's Amadeus;
- Onesource Business Browsers;
- ISI Emerging Markets;
- Mergerstat;
- Thomson Research;
- Standard & Poor's Industry Surveys;
- The Economist Intelligence Unit (EIU);
- Energy Information Agency;
- Pregledi Deutsche Bank;
- Članci i studije sa stručnih konferencija o proceni vrednosti koji se odnose na kontrolne premije (controlling interest) i diskonta za neutrživost kapitala Preduzeća
- Javno dostupne informacije.

## 2 Makroekonomska analiza

### 2.1 Profil zemlje

Srbija se nalazi u jugoistočnoj Evropi, i zauzima centralni deo Balkanskog poluostrva i južni deo Panonske nizije. Graniči se sa Makedonijom, Albanijom i Crnom Gorom na jugu, Bosnom i Hercegovinom i Hrvatskom na zapadu, Mađarskom na severu i Rumunijom i Bugarskom na istoku. Ukupna površina Srbije iznosi 88.361 km<sup>2</sup>. Međunarodna reka Dunav, najznačajnija plovna reka u Evropi, prolazi kroz teritoriju Srbije.

Najveći gradovi u Srbiji su glavni grad Beograd, sa 1.602 miliona stanovnika (na osnovu popisa iz 2002. godine), Novi Sad (299 hiljada stanovnika), Niš (251 hiljada), Kragujevac (176 hiljada) i Priština.

**Slika 2-1 Karta Srbije**



## 2.2 Osnovni makroekonomski pokazatelji

Srpska ekonomija je počela da beleži značajne rezultate u domenu privrednog oporavka nakon 2000. godine. Nепrekidni rast BDP-a se beleži sve do danas, uz očekivanja da će se uzlazni trend nastaviti i u narednom periodu. Generalno, svi značajniji trendovi su pozitivni usled oporavka ekonomije nakon depresije u devedesetim.

Republika Srbija je u 2007. godini ostvarila značajne pozitivne rezultate u pogledu privrednog rasta, rasta izvoza, poboljšanja efikasnosti privrede, rasta finansijskog sektora, priliva stranih direktnih investicija i rasta deviznih rezervi odnosno održavanje stabilnog nivoa deviznog kursa, uz visok spoljnotrgovinski deficit, održanje nezaposlenosti na visokom nivou, relativno visok nivo inflacije, rast javne potrošnje i rast zarada iznad rasta produktivnosti.

Makroekonomska kretanja u 2007. godini obeležena su realnim rastom bruto domaćeg proizvoda (BDP) od 7,5% i porastom cena na malo u iznosu od 10,1%. Postignut je značajan rast izvoza izraženog u dolarima u iznosu od 37,5% i rast deviznih rezervi NBS, koje su krajem 2007. godine iznosile 10,9 milijardi evra. Trend rasta privredne aktivnosti nastavljen je u 2007. godini. Procenjuje se da će realni rast BDP-a u 2008. godini iznositi 6,5% uz rast cena na malo od 9,5%.



Pregled značajnijih makroekonomskih pokazatelja u periodu od 2003 – 2007. godine kao i projekcije za prvu polovinu 2008. godine prikazane su u sledećoj tabeli:

**Tabela 2-1 Osnovni makroekonomski pokazatelji u periodu 2003–2007**

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Bruto domaći proizvod, tekuće cene, milijarde RSD	1.171,6	1.431,3	1.750,0 <sup>1</sup>	2.125,8 <sup>2</sup>	2.435,4	2.878,9
Bruto domaći proizvod, milioni EUR	18.010,8	19.723,0	21.104,8	25.262 <sup>2</sup>	30.451,7 <sup>3</sup>	35.986,2
Bruto domaći proizvod, per capita, y EUR <sup>3</sup>	2.401,4	2.629,7	2.814,0	3.354 <sup>2</sup>	4.131,4	4.852,5
Bruto domaći proizvod, realni rast u %	2,5	8,4	6,2 <sup>1</sup>	5,7 <sup>1</sup>	7,5	6,5
<b>Cene i troškovi života, stope rasta</b>						
Cene na malo, kraj perioda	7,8	13,7	17,7	6,6	10,1	9,5
Troškovi života, prosek perioda	9,9	11,4	16,2	11,7	7,0	14,7 <sup>7</sup>
<b>Spoljnoekonomska razmena, u milionima EUR<sup>4,5</sup></b>						
Izvoz robe	2.441,0	2.831,6	3.608,3	5.102,5	6.432,2	3.647,9 <sup>7</sup>
Izvoz robe u EU	1.202,3	1.456,5	2.117,6	2.942,9	3.602,7	2.004,4 <sup>7</sup>
Uvoz robe	6.585,5	8.623,3	8.439,2	10.462,6	13.506,8	7.784,5 <sup>7</sup>
Uvoz kapitalnih proizvoda <sup>6</sup>	1.779,4	2.495,3	1.971,6	2.429,8	3.495,9	1.991,6 <sup>7</sup>
Uvoz intermedijarnih proizvoda <sup>6</sup>	2.251,9	2.830,6	3.027,6	3.781,4	4.892,1	2.685,5 <sup>7</sup>
Deficit robne razmene	-4.144,3	-5.791,7	-4.831,0	-5.360,1	-7.074,5	-4.136,6 <sup>7</sup>
<b>Strane direktne investicije, neto, u mil. EUR</b>						
Stopa nezaposlenosti, MOR	-	19,5	21,8	21,6	18,8	-

Izvor: Ministarstvo finansija Republike Srbije, Economist Intelligence Unit

\*Procena RZS. 1 Prethodni rezultati 2 Procena MFIN 3. Preračunato prema prosečnom godišnjem kursu RSD/EUR, NBS. 4. U spoljnotrgovinsku razmenu u 2006. godini uključena je i Crna Gora 5. Za preračunavanje iz dolara u evre za 2001. i 2002. godinu korišćen je prosečan odnos dolara prema evru za te godine, kao i za platni bilans od 2001. do 2007. godine. 6. Nova klasifikacija se primenjuje od 2004. Godine 7. Podatak za prvih šest meseci 2008. godine

## 2.3 Bruto domaći proizvod

Bruto domaći proizvod Republike Srbije beleži konstantan rast u periodu od 2000 godine do danas. Trend rasta privredne aktivnosti podstaknut je pre svega porastom domaće i izvozne finalne tražnje, uspešnom privatizacijom i prilivom stranih direktnih investicija.

Najdinamičniji rast u 2007. godini zabeležen je u sektoru usluga (ukupno 11,4%), dok je industrija rasla po stopi od 3,6%. U toku 2007. godine poljoprivreda je zabeležila pad od 8%. U narednom periodu se projektuje snažan rast pre svega u sektoru usluga kao glavnom generatoru rasta BDP-a.

Kao posledica kontinuiranog rasta, BDP po glavi stanovnika je dostigao nivo iznad EUR 4.000 u 2007. godini.

U narednom periodu predviđa se stabilan rast GDP-a sa prosečnom stopom od oko 5,5%. Pregled projekcija rasta GDP-a u periodu 2008-2012 godine dat je u sledećoj tabeli:

**Tabela 2-2 Projektovane stope rasta GDP-a u periodu od 2008 do 2012 godine:**

Godina	2008	2009	2010	2011	2012
Rast %	6,5%	6,3%	5,3%	5,0%	4,7%

Izvor: *Economist Intelligence Unit*

## 2.4 Inflacija, kurs dinara i kamatne stope

### 2.4.1 Inflacija

Dezinflatorni trend koji je karakterisao prethodni period prekinut je 2004. godine usled naglog rasta zarada, veće-od-očekivane cene nafte na međunarodnom tržištu, kao i brže nominalne depresijacije kursa dinara. Godišnja stopa rasta cena na malo u Srbiji na kraju 2004. godine je iznosila 13,8%.

Uvođenje poreza na dodatu vrednost početkom 2005. godine dodatno je pojačalo pritisak na inflaciju i zajedno sa visokom cenama nafte prouzrokovalo je inflaciju od 17,7% na kraju 2005. godine. U 2006. inflacija je bila jednocifrena i iznosila je 6,6% dok je u 2007. stopa rasta cena na malo iznosila 10,1%.

U narednom periodu projektovan je nastavak borbe protiv inflacije, putem restriktivne monetarne i fiskalne politike, odnosno njeno svođenje na jednocifrene vrednosti. Pregled projekcija stopa rasta cena na malo u narednom periodu 2008 do 2012 godine dat je u sledećoj tabeli:

**Tabela 2-3 Projektovane stope rasta cena na malo u periodu od 2008 do 2012 godine:**

Godina	2008	2009	2010	2011	2012
Rast %	9,5%	6,5%	4,6%	4%	3,6%

Izvor: *Economist Intelligence Unit*

### 2.4.2 Kurs dinara

Nakon perioda hiperinflacije, napravljeni su programi koji su imali za cilj stabilizaciju kursa dinara i smanjenje inflacije implementacijom različitih monetarnih mera. Od prvog januara 2001. godine dinar (RSD) postaje konvertibilna valuta.

Kretanje kursa dinara u odnosu na američki dolar i evro za period od 2001 do 30. juna 2008 godine dat je u sledećoj tabeli:

Tabela 2-4 Devizni kursevi u periodu 2001 do 30. juna 2008.

Godina	RSD / USD		RSD / EUR	
	prosečan	kraj godine	prosečan	kraj godine
2001	66,68	67,67	59,77	59,71
2002	64,49	58,98	60,68	61,52
2003	57,58	54,64	65,07	68,31
2004	58,39	57,94	72,58	78,89
2005	66,72	72,22	82,91	85,50
2006	67,10	59,98	84,16	79,00
2007	53,73	58,44	79,99	79,24
2008	52,87	50,01	78,98	81,33

Izvor: Ministarstvo Finansija, Narodna banka Srbije

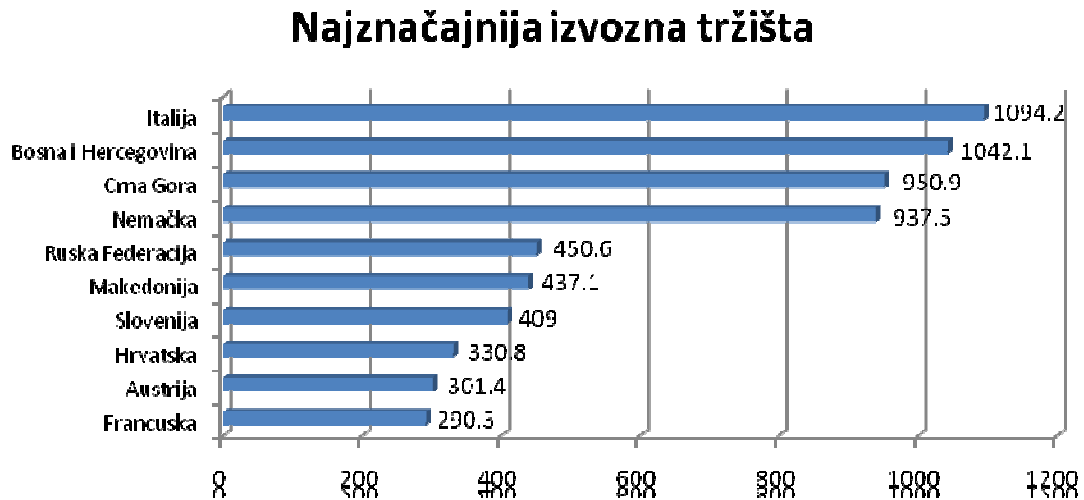
## 2.5 Spoljnotrgovinska razmena

U oblasti spoljne trgovine u 2007. godini ostvaren je značajan rast izvoza izražen u evrima od 26,1% u odnosu na prethodnu godinu. Rast izvoza predstavljao je na strani tražnje jedan od generatora privrednog rasta. Međutim, brzina rasta izvoza je nedovoljna u odnosu na rast uvoza, što pokazuje povećan deficit u robnoj razmeni sa inostranstvom na ukupno 7,07 milijardi evra. Na rast robnog izvoza posebno su uticali efekti privatizacije i restrukturiranja privrede, posebno sektora industrije. Na rast vrednosti uvoza robe značajno su uticale sve komponente domaće tražnje (reprodukciona tražnja, posebno visoki rast cena energenata tokom 2007. godine, investiciona i potrošačka tražnja). Rast cena osnovnih i obojenih metala uticao je kako na rast izvoza, tako i na rast uvoza.

Spoljnotrgovinski deficit, prema podacima Ministarstva Finansija Republike Srbije, u 2007. godini povećan je za 1,7 milijardi evra, i pored rasta izvoza od preko 26%. Povećan je i deficit tekućeg računa, koji iznosi 23,2% BDP-a, što ukazuje na veliku spoljnotrgovinsku neravnotežu. Deficit spoljne trgovine finansiran je, pored ostalog, i iz ostvarenog neto priliva stranih direktnih investicija (SDI) u iznosu od oko 1,6 milijardi evra. Pošto su to prvenstveno SDI vezane za prodaju preduzeća, a ne greenfield investicije, takvo pokrivanje deficita tekućeg računa je neodrživo na srednji rok. Povećanje spoljnotrgovinskog deficita prvenstveno je posledica rasta domaće tražnje, koje se povećala tokom 2007. godine zbog rasta javne potrošnje i rasta zarada. Značajna apresijacija dinara dodatno je uticala na povećanje ovog deficita.

Najznačajnija izvozna tržišta za srpske proizvode u 2007. godini su bila Italija, Bosna i Hercegovina, Crna Gora i Nemačka. Pregled izvoza prema tržištima prikazan je na sledećoj slici:

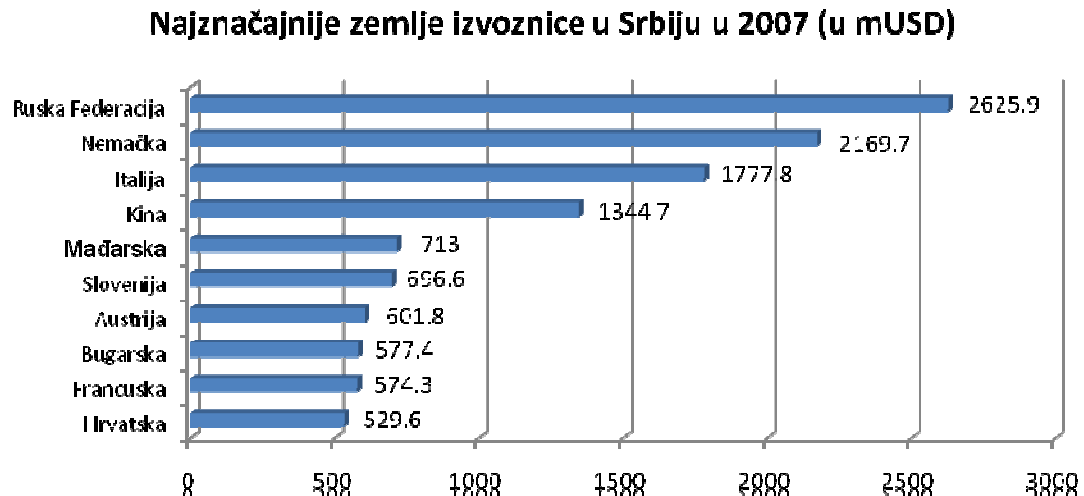
Slika 2-2 Najznačajnija izvozna tržišta u 2007. godini



Izvor: SIEPA

Najveći uvoz je ostvaren iz Ruske Federacije (preko 2,6 milijardi USD), zatim Nemačke (USD 2,1 milijarde) i Italije (USD 1,7 milijardi).

Slika 2-3 Najznačajnije zemlje izvoznice u Srbiju u 2007



Izvor: SIEPA

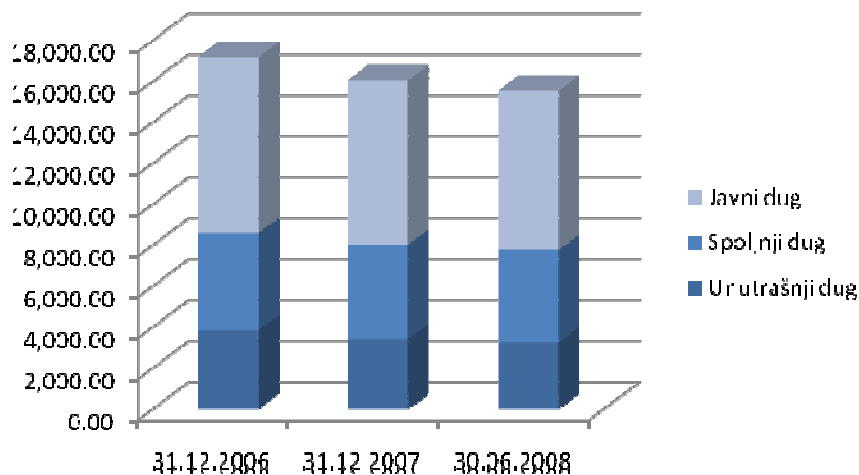
## 2.6 Spoljni dug

Obim javnog duga je na dan 30. juna 2008. godine u odnosu na 2000. godinu značajno smanjen, kako putem otplata, tako i posredstvom otpisa. Na kraju 30. juna 2008. godine

ukupan javni dug Republike Srbije iznosio je 7.764 miliona evra, od toga je 4.515,8 miliona evra činio spoljni dug, dok je unutrašnji dug iznosio 3.249 miliona evra.

Javni dug je tokom 2008. godine smanjen za 264,3 miliona evra u odnosu na kraj 2007. godine. Učešće bruto javnog duga Republike Srbije u BDP-u smanjivano je u proteklom periodu kao posledica rasta BDP-a, otpisa duga i odgovorne fiskalne politike, tako da je sredinom 2008. godine učešće bruto javnog duga u BDP-u iznosilo svega 25,3%. Na sledećoj slici prikazano je stanje javnog duga na dan 30. juna 2008. godine, kao i na kraju 2007. i 2006. godine.

Slika 2-4 Spoljni i javni dug u milionima evra

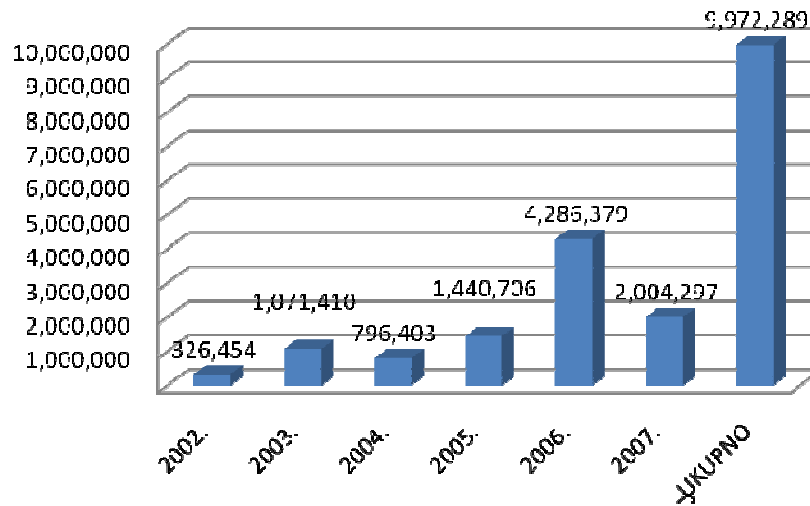


Izvor: Ministarstvo Finansija

## 2.7 Direktna strana ulaganja

Privatizacija je bila osnovni izvor stranih direktnih investicija u periodu 2000–2007. Od 2000. strane direktne investicije u Srbiju su bile u konstantnom porastu, izuzimajući prvo polugođe 2004. godine kada je gotovo došlo do prekida investicija. Nakon toga privatizacija je nastavljena sa akcentom na privatizaciju bankarskog sektora i privatizaciju kroz restrukturiranje državnih firmi.

Slika 2-5 Direktna strana ulaganja u periodu od 2002 do 2007 godine

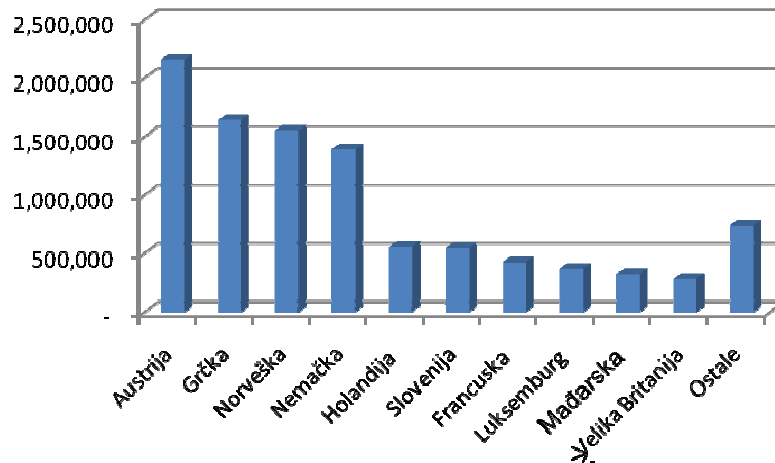


Izvor: Narodna banka Srbije

U narednom periodu očekuje se stabilan priliv i rast stranih direktnih investicija koje će između ostalog biti privučene daljom liberalizacijom poslovanja u Srbiji, užurbanom izgradnjom infrastrukture i povoljnim spoljnotrgovinskim aranžmanima sa okolnim zemljama (CEFTA), Rusijom i Evropskom Unijom.

U periodu od 2001 do 2007 godine dominantan procenat stranih direktnih investicija potiče iz zemalja Evropske Unije. Na narednom grafiku prikazana je struktura stranih direktnih investicija u periodu 2001 do 2007 godine po zemljama porekla:

Slika 2-6 Direktna strana ulaganja prema zemljama porekla u periodu od 2002 do 2007 godine



## 2.8 Nezaposlenost

Na osnovu Ekonomskog pregleda Narodne banke Srbije, stopa nezaposlenosti u septembru 2007. godine je iznosila 24,4%, što predstavlja povećanje za 0,7 procentnih poena u odnosu na mart 2007. Ova stopa je izračunata na osnovu ukupnog broja zaposlenih, uključujući i samostalne zemljoradnike koji do tada nisu bili obuhvaćeni uzorkom. Na osnovu ovih podataka, ukupan broj zaposlenih u septembru 2007. godine je bio 2,5 miliona, a broj nezaposlenih 882 hiljade radnika.

## 3 Pregled industrije nafte i gasa

Naftna industrija u svetu tradicionalno predstavlja jednu od najvećih grana svetske privrede pre svega zbog prirode osnovne sirovine koja je predmet procesiranja i distribucije. Nafta je od svog pronalaska bila jedna od najjeftinijih energetskih alternativa i najdostupniji izvor ugljovodonika za čitav niz procesa u hemijskoj industriji. S obzirom na gore navedeno, u kratkom i srednjem roku, skoro da je nemoguće zamisliti funkcionisanje svetske privrede bez značajnog učešća naftne industrije.

Trenutna struktura globalne potrošnje energije se u najvećoj meri oslanja na naftu koja čini 35% svih izvora primarne energije, praćena ugljem kao drugim najznačajnijim energentom koji učestvuje sa 28% i prirodnim gasom koji zadovoljava 24% ukupnih potreba za energijom u svetu. Trenutno aktuelna predviđanja vezana za kratkoročni i srednjeročni globalni energetski scenario ne računaju na značajne promene u učešću nafte i prirodnog gasa u ukupnim izvorima energije.

Dokazane globalne rezerve sirove nafte u 2006 godini bile su na nivou od oko 1.205 milijardi barela nafte, što predstavlja neznatno povećanje u odnosu na prethodnu godinu. Povećanje u bilansiranim rezervama nafte je najčešće posledica novih procena postojećih nalazišta, dok otkriće i razvoj novih nalazišta ide dosta sporim tempom.

Otkrivene rezerve prirodnog gasa u 2006. godini su iznosile ukupno 181,46 triliona kubnih metara i predstavljaju povećanje od ukupno 33,56% u odnosu na 1996 godinu. Sadašnja godišnja proizvodnja iznosi oko 377 milijardi kubnih metara gasa godišnje, što daje trenutni racio trajanja zaliha još 63,3 godine.

Kada posmatramo strukturu naftne industrije u svetu, možemo identifikovati tri glavna segmenta industrije: istraživanje i proizvodnja nafte (upstream), procesiranje i prerada nafte (midstream) i plasman krajnjem kupcu (downstream).

## 3.1 Istraživanje i proizvodnja nafte (upstream)

Globalnu industriju istraživanja i proizvodnje nafte i gasa danas čini negde oko 7,000 kompanija, sa kombinovanim godišnjim prihodima u iznosu koji premašuje tri hiljade milijardi američkih dolara. Industrija je umereno koncentrisana, sa 10 procenata najvećih kompanija koje generišu oko 60 procenata prihoda. Ovaj segment naftne industrije uključuje istraživanje i proizvodnju nafte i prirodnog gasa do trenutka kada nafta ulazi u transportne sisteme do odredišta dalje rafinacije i plasmana korisnicima.

Kompanije sa najvećim kapacitetima u istraživanju i preradi nafte u regionu Centralne i Jugoistočne Evrope su austrijski OMV, mađarski MOL, ENI, Edison, Petrom, INA i Naftna industrija Srbije.

## 3.2 Rafinacija i prerada nafte (midstream)

Globalna industrija rafinacije i prerade nafte (uz uključenje transporta kao značajnog segmenta) danas u svetu broji preko 10,000 kompanija. Industrija je regionalno segmentirana sa nekoliko globalnih multinacionalnih kompanija koje predstavljaju jedne od najvećih kompanija danas na svetu (EXXON Mobile, Texaco, British Petroleum, Royal Dutch Shell itd.).

Kada se pogleda region Centralne i Jugoistočne Evrope, najveći deo zemalja se oslanjaju na uvoz nafte za zadovoljenje svojih potreba. Zahvaljujući geografskom položaju i činjenici da veći broj zemalja u Centralnoj i Jugoistočnoj Evropi nema pristup moru, osnovni pravac za snabdevanje regiona sirovom naftom za rafinaciju je naftovod Družba kojom se nafta iz Rusije transportuje u region. Izuzetak predstavljaju rafinerije u Rumuniji koje imaju pristup otvorenom moru preko luke u Konstanci i rafinerija u Rijeci, Hrvatska, koja se nalazi na obali Jadranskog mora.

Kompanija sa najvećim kapacitetima za preradu sirove nafte u centralno evropskom regionu je poljska naftna kompanija PKN Orlen, koja je prevashodno fokusirana na tržište Poljske, Češke i tržište baltičkih država. Nakon PKN-a, najveći prerađivač nafte u regionu je austrijska naftna kompanija OMV, koja svoje proizvode plasira na tržište Austrije, Rumunije, Nemačke i Balkana. Naftna industrija Srbije i hrvatska nacionalna naftna kompanija INA spadaju u red manjih naftnih kompanija u regionu.



Slika 3-1 Raspored rafinerija nafte u regionu centralne i jugoistočne Evrope



Izvor: OneSource internet portal

### 3.3 Distribucija nafte i naftnih derivata (downstream)

Pod distribucijom nafte i naftnih derivata se podrazumeva plasman proizvoda kroz veleprodajne instalacije i putem mreža maloprodajnih objekata – benzinskih stanica. Maloprodajne mreže su najčešće u vlasništvu naftnih kompanija ili funkcionišu na osnovu ugovora o franšizingu koji se sklapa sa naftnim kompanijama.

U centralnoj Evropi najvećom mrežom maloprodajnih objekata upravlja PKN Group Poljska sa ukupno 2.764 maloprodajnih objekata, a prate je austrijski OMV sa ukupno 2.538 maloprodajnih objekata i mađarski MOL sa mrežom od 992 benzinske stanice. Najveća maloprodajna mreža u jugoistočnoj Evropi pripada rumunskoj naftnoj kompaniji Petrom koja broji 450 benzinskih stanica, a nakon nje po veličini maloprodajne mreže dolaze Naftna Industrija Srbije sa 486 benzinskih stanica i hrvatska INA sa ukupno 414 benzinskih stanica.

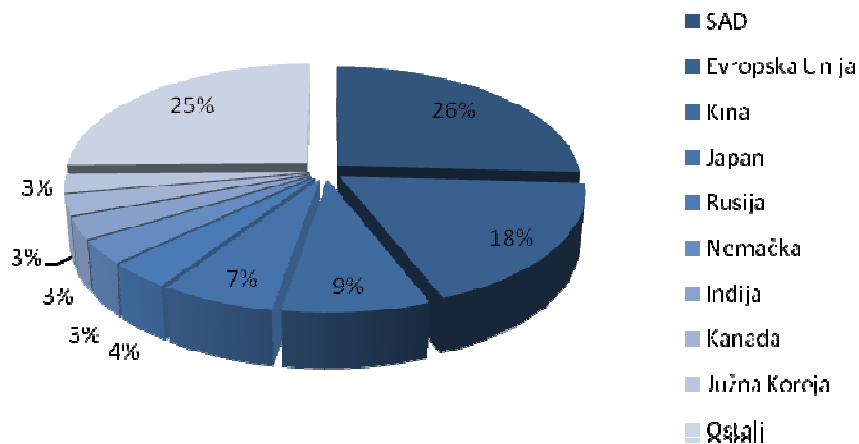
### 3.4 Svetsko tržište nafte

#### 3.4.1 Tražnja

Globalna tražnja za naftom u 2007. godini bila je na nivou od 86 miliona barela nafte dnevno, što predstavlja 2,72% povećanja u odnosu na 2006. godinu i tadašnju tražnju od 83,72 miliona barela dnevno. Prema istraživanjima i projekcijama Economist Intelligence Unit-a, globalna tražnja za naftom bi do kraja 2008. godine trebala da dostigne 86,9 miliona barela dnevno, uz manji rast u 2009. godini. U periodu od 2010. do 2012. godine, globalna tražnja za naftom je projektovana da raste po prosečnoj stopi od 2,1%, sa snažnim rastom u zemljama van zone OECD-a koja se očekuje na nivou od 4,4% godišnje.

U strukturi potrošnje nafte trenutno dominiraju Sjedinjene Američke Države sa učešćem od oko 26% u ukupnoj svetskoj potrošnji nafte. SAD zajedno sa Evropskom Unijom (18%) i Kinom (oko 6% svetske potrošnje) čine oko polovine ukupne potrošnje nafte u svetu. Kada se pogleda struktura potrošnje po kontinentima, ponovo dominira američki kontinent sa 35% ukupne potrošnje, prati ga Azija i Pacifik sa 30% svetske potrošnje nafte i Evropa sa preko 20% ukupne svetske potrošnje nafte.

Slika 3-2 Udeo država u potrošnji nafte u svetu u 2007. godini

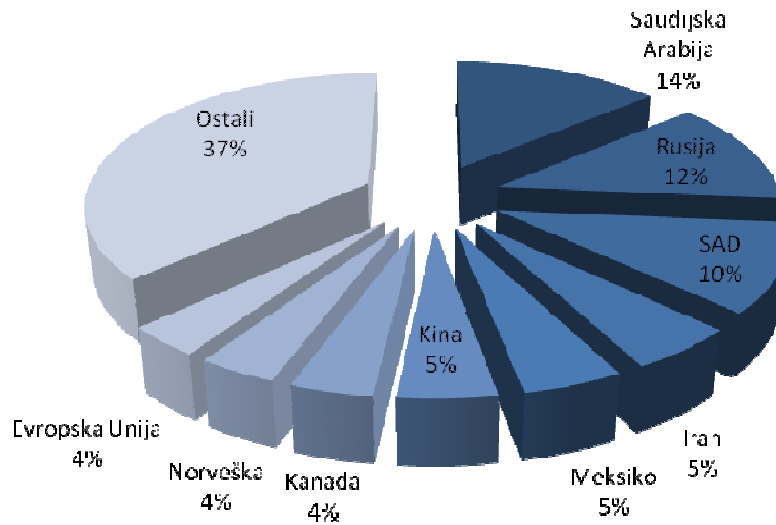


### 3.4.2 Ponuda na tržištu nafte

Ponuda na tržištu sirove nafte u 2007 godine je ukupno iznosila prosečno 85,51 miliona barela dnevno, što predstavlja povećanje od 0,12% u odnosu na 2006. godinu. Prema projekcijama Economist Intelligence Unit-a do kraja 2008. godine svetska ponuda nafte na tržištu dostići će 87,83 miliona barela dnevno, sa daljim stabilnim rastom do 91,94 miliona barela dnevno u 2010 godini.

Tržištem sirove nafte na strani ponude i dalje dominiraju zemlje OPEC-a koje zajedno čine oko 38% ukupne svetske ponude (oko 32,4 miliona barela), dok ih prate Rusija i Severna Amerika.

Slika 3-3 Udeo država u proizvodnji nafte u svetu u 2007. godini



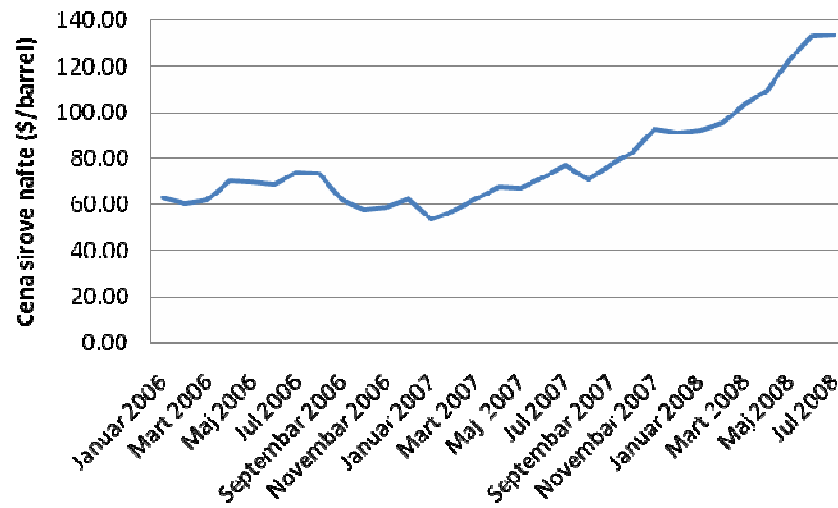
### 3.4.3 Cene nafte na svetskom tržištu

Cene sirove nafte na svetskom tržištu su trenutno u blagom padu u odnosu na istorijski maksimum od USD 147 po barelu, dostignut 11. jula 2008. godine. Snažan rast cena nafte u drugoj polovini 2007. godine do dostizanja maksimuma u julu 2008. godine, je pre svega bio izazvan strahom vezanim za stabilno snabdevanje sirovom naftom u kratkom i dugom roku. Razlog za pojavu straha se vezuje za konstantnu geopolitičku napetost u regionima koji figuriraju kao glavni snabdevači energentima (kratak rok), slab rast obima proizvodnje u zemljama koje ne pripadaju OPEC-u i procene Svetske agencije za energiju (IEA) da će tražnja za naftom rasti po stopi od 2,4% u 2008. godini (dug rok). Dodatni pritisak na rast cena nafte su izazvali i špekulativni investitori koji su koristili naftu kao hedžing instrument protiv slabljenja američkog dolara i rastućih inflatornih očekivanja izazvanih opštom finansijom krizom u svetu.

Trenutni pad u ceni nafte na svetskom tržištu je izazvan pre svega padom tražnje na području SAD i Azije, povećane proizvodnje zemalja članica OPEC-a za 200,000 barela dnevno i korigovane procene IEA vezane za rast tražnje u 2008. i 2009. godini (0,8% i 1,1% respektivno).

Gledano na duži rok, postoje različite prognoze vezane za dalje kretanje cene nafte na svetskom tržištu. Neki analisti očekuju da će cena nafte opstati na sadašnjem nivou ili čak pasti na oko USD 100 po barelu sve do 2011.-2012. godine kada nas očekuje ponovna neravnoteža na strani ponude. Dodatni pritisak na tražnju za naftom se očekuje od strane zemalja u razvoju (pre svega se misli na Kinu i Indiju) usled snažnog razvoja njihove privrede. The Energy Information Administration procenjuje da će cene sirove nafte da porastu do 186 USD do 2030. godine (Izvor: EIA Global Outlook 2008)

Slika 3-4 Kretanje cena sirove nafte u periodu januar 2006. godine – jul 2008. godine



### 3.5 Industrija nafte i naftnih derivata u Republici Srbiji

Republika Srbija odnosno Ministarstvo za rudarstvo i energetiku, kao resorno ministarstvo, svake godine sastavlja Energetski bilans Republike Srbije kao pregled i plan energetske tokova za tekuću i narednu godinu. S obzirom da nafta i naftni derivati predstavljaju značajan izvor energije za zadovoljenje potreba, posebna pažnja posvećena je planu proizvodnje i potrošnje ovog energenta.

Bilans nafte obuhvata proizvodnju sirove nafte, neto uvoz sirove nafte i naftnih derivata, preradu u rafinerijama, te potrošnju naftnih derivata. S obzirom na položaj i ulogu Naftne industrije Srbije na tržištu Republike Srbije, odnosno zadatak kompanije da ispuni energetski bilans Republike Srbije i omogući kontinuirano i nesmetano snabdevanje energentima, energetski bilans Srbije, u delu koji se odnosi na naftu i naftne derivate, se u velikoj meri podudara sa planom poslovanja kompanije.

Tržište nafte i naftnih derivata odnosno naftne industrije u Srbiji može se segmentirati u tri nivoa:

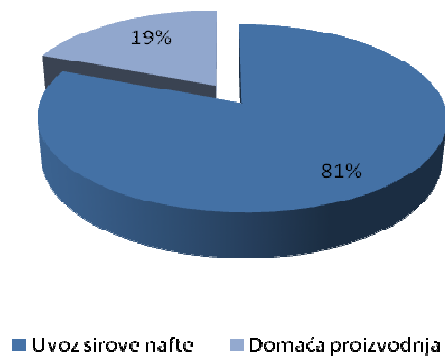
- Sistem primarne energije – Proizvodnja sirove nafte i prirodnog gasa, odnosno uvoz sirove nafte i eventualni izvoz viškova;
- Sistem transformacije primarne energije – Obrada sirove nafte u rafinerijama, i
- Sistem finalne energije – Potrošnje finalne energije za energetske i neenergetske svrhe (obuhvata proces distribucije energenata krajnjim korisnicima).

## 3.5.1 Sistem primarne energije – proizvodnja i uvoz sirove nafte

U okviru sistema primarne energije, odnosno proizvodnje primarnih energenata (sirove nafte i prirodnog gasa) podrazumeva se obezbeđenje dovoljne količine primarnih energenata kako bi se kroz dalje procesiranje zadovoljile potrebe korisnika energenata viših nivoa prerade. Ponuda primarnih energenata manjim delom potiče iz domaćih izvora (proizvodnja nafte i naftnog gasa u Vojvodini) i delom iz proizvodnih kapaciteta u Angoli, dok se nedostajući deo uvozi.

U toku 2007. godine na naftnim poljima u Srbiji je proizvedeno oko 640.000 tona sirove nafte, dok se je u 2008. godini plan proizvodnje na nivou od 635.000 tona sirove nafte što pokriva negde oko 19% ukupnih potreba za ovim energentom. Ostalih 81% potreba za sirovinama ili 2,630 miliona tona je planirano da se obezbedi iz uvoza. Na slici 2-5 pokazan je odnos domaće proizvodnje i uvoza sirove nafte:

Slika 3-5 Odnos domaće proizvodnje i uvoza sirove nafte



## 3.5.2 Sistem transformacije primarne energije – prerada sirove nafte

Uvoz sirove nafte i naftnih derivata u Srbiju od 2001. godine je regulisan posebnom uredbom o uslovima i načinu uvoza i prerade nafte, odnosno derivata nafte (Poslednja revizija: Službeni glasnik RS br. 92/2007). Uredba je prvobitno doneta sa ciljem da se tržište nafte i naftnih derivata stavi pod kontrolu, odnosno pruži prilika Naftnoj industriji Srbije da uposli svoje prerađivačke kapacitete i modernizuje rafinerije u Pančevu i Novom Sadu kako bi spremno dočekala inostranu konkurenciju.

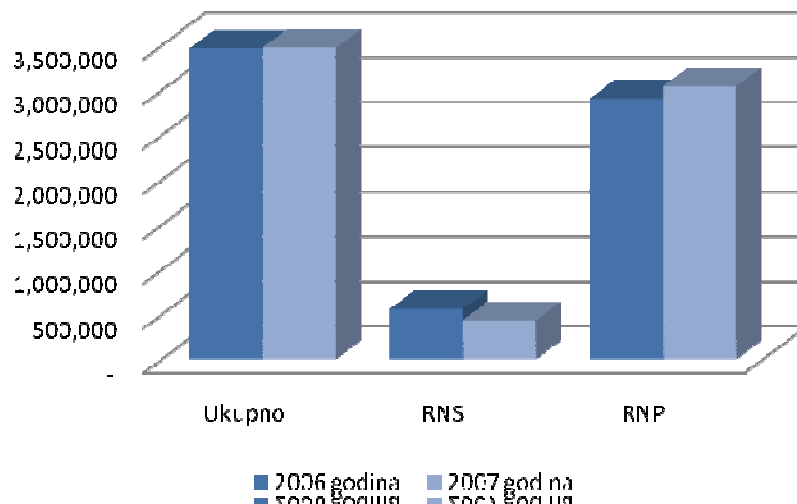
Uredbom o uslovima i načinu uvoza i prerade nafte, odnosno derivata nafte je zabranjen uvoz osnovnih derivata nafte (npr. motornih benzina i dizela) osim u slučajevima kada je ugrožena stabilnost u snabdevanju domaćeg tržišta, kada je Naftnoj industriji Srbije dozvoljeno da izvrši

interventni uvoz. Uredbom je omogućen slobodan uvoz sirove nafte pravnim licima i preduzetnicima (koji imaju licencu za obavljanje delatnosti trgovine naftom i naftnim derivatima) pod uslovom da imaju zaključen ugovor o preradi sa NIS-om u jednoj od rafinerija u zemlji. Uredbom je takođe definisano da je NIS dužan da se pridržava principa ne diskriminacije u primeni propisa u vezi sa uvozom i izvozom derivata.

Revizijom Uredbe iz 2006. godine, omogućen je slobodan uvoz EURO dizela. Razlog za dopuštanje uvoza je bila nemogućnost NIS-ovih rafinerija da proizvedu dovoljne količine derivata koji bi zadovoljili domaću tražnju nastalu usled sve veće prodaje automobila sa modernim dizel motorima.

Trenutno u Srbiji sirovu naftu prerađuju dve rafinerije Naftne industrije Srbije – Rafinerija nafte Pančevo i Rafinerija nafte Novi Sad. Na narednom grafiku dat je prikaz ostvarene prerade u 2006. i 2007. godini.

Slika 3-6 Ukupna prerada sirove nafte u 2006 i 2007 godini (u tonama)



Izvor: Naftna industrija Srbije, a.d.

U 2007. godini u rafinerijama nafte Pančevo i Novi Sad ukupno je prerađeno skoro 3,5 miliona tona sirove nafte, od čega je u Rafineriji nafte Pančevo prerađeno 83,9% dok je ostatak od 16,1% prerađen u Rafineriji nafte Novi Sad.

### 3.5.3 Distribucija i potrošnja finalnih proizvoda naftne industrije

Ukupna potrošnja finalnih proizvoda naftne industrije u 2007. godini iznosila je 4,098 miliona tona derivata. U 2008. godini je planirano povećanje potrošnje za oko 6% odnosno planirana je potrošnja od oko 4,335 miliona tona naftnih derivata. Kada se nivo potrošnje uporedi sa ukupnom proizvodnjom naftnih derivata, vidimo da domaća proizvodnja nije dovoljna da podmiri ukupnu potrošnju, tako da se razlika nadoknađuje iz uvoza.

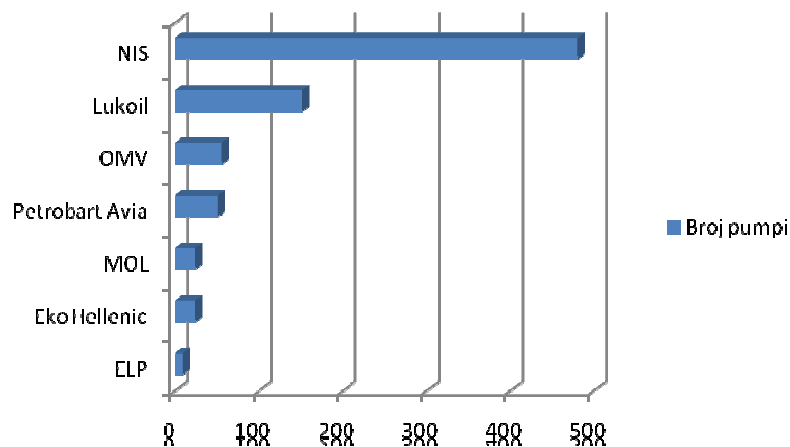
Potrošnju finalnih proizvoda naftne industrije može se grubo podeliti u dve grupe: potrošnju u energetske svrhe i potrošnju u neenergetske svrhe. U drugu grupu, koja je po potrošnji značajno manja od prve grupe spada korišćenje naftnih derivata kao ulaznih elemenata za dalje procesiranje u industriji. Potrošnja u neenergetske svrhe je u 2007. godini dostigla nivo od 0,8 miliona tona, dok je planiran rast od 3% u 2008. godini.

Potrošnja derivata nafte u energetske svrhe u sebi obuhvata potrošnju za energetske transformacije u termoelektranama, toplanama i industrijskim energanama, potrošnju u saobraćaju, poljoprivredi, industriji itd. Pojedinačno najveća potrošnja otpada na upotrebu naftnih derivata u saobraćaju, dok grupa kumulativno beleži planirani rast od 10% u 2008. godini u odnosu na 2007. godinu (procenjena je ukupna potrošnja na nivou od 2,92 miliona tona).

Distribucija naftnih derivata obavlja se preko mreže benzinskih stanica u maloprodaji, odnosno otpremom direktno iz rafinerija ili instalacija Naftne industrije Srbije (veleprodaja). Uvoz EURO dizela, koji je omogućen izmenom Uredbe o o uslovima i načinu uvoza i prerade nafte, odnosno derivata nafte omogućio je kompanijama nezavisno od Naftne industrije Srbije da se bave veleprodajom ovog energenta. Uslovi za bavljenje ovom delatnošću, između ostalog, obuhvataju i posedovanje u vlasništvu ili dugoročnom zakupu adekvatnog prostora za skladištenje derivata, koji se kasnije koristi kao distributivni centar za veleprodaju.

Kao značajan segment distribucije naftnih derivata figurira razvijenost mreže benzinskih stanica. Trenutno na tržištu Srbije postoji nekoliko velikih sistema benzinskih stanica koje zajedno u svom sastavu imaju preko blizu 800 benzinskih pumpi. Pojedinačno najveći distributer goriva u maloprodaji je Naftna industrija Srbije sa 486 benzinskih stanica, prati je Lukoil-Beopetrol sa 151 benzinskih stanica, OMV Srbija sa 55 benzinskih pumpi i sistem Petrobart-Avia sa oko 50 objekata. Na grafiku je prikazan broj benzinskih stanica

Slika 3-7 Okvirni pregled broja benzinskih stanica po sistemima



Izvor: Internet

## 4 Metodologija procene vrednosti kapitala

Mnogi faktori se moraju uzeti u obzir prilikom procene vrednosti preduzeća. Najvažnije grupe ovih faktora su:

- prava, koristi, ili uslovi koji prate vlasnički interes, bilo da je on u formi korporacije, partnerstva ili preduzetništva.
- priroda i istorijat datog preduzeća.
- ekonomski faktori koji mogu imati efekta na industrijski sektor.
- imovina, obaveze, kapital, kao i opšti finansijski položaj preduzeća.
- sposobnost preduzeća da generiše dobit i da je isplaćuje u vidu dividendi.
- da li preduzeće ima ili nema nematerijalnu vrednost.
- prethodne transakcije promene vlasništva datog preduzeća.
- relativni veličina udela vlasnika čija se vrednost utvrđuje i pitanja kontrole.
- tržišne vrednosti akcija ili partnerskih udela, ostvarene vrednosti pri kupovini udela u preduzeću ili vrednost preduzeća koja su u istom industrijskom sektoru kao dato preduzeće

Na osnovu gore navedenih faktora, dostupnih podataka i našeg profesionalnog rasuđivanja, izabrali smo sva tri osnovna pristupa procene vrednosti, tj. Prinosni pristup (“Income Approach”), Tržišni pristup („Market Approach) i Troškovni pristup (“Asset Based Approach”). Pri proceni NIS-a razmotrili smo svaki od gore navedenih pristupa i odgovarajućih metoda da bismo izračunali raspon u kome se nalazi fer tržišna vrednost kapitala na datum procene.

U okviru prinosnog pristupa smo koristili metod diskontovanih novčanih tokova (*DCF Method*).

U okviru tržišnog pristupa koristili smo metod uporedivih kompanije (*Guideline Public Company*) i metod uporedivih transakcija (*Mergers & Acquisitions*).

U postupku procene koristili smo i Troškovni pristup. S obzirom da NIS posluje u kapitalno intezivnoj industriji i još u fazi razvoja, vrednost kapitala određena na ovaj način je uz prinosni pristup dobar indikator vrednosti Preduzeća.

U skladu sa svime gore navedenim, odlučili smo da primenimo sva tri pristupa. Cilj primene više metoda procene je dobijanje vrednosti kapitala koje se uzajamno dopunjuju, a na osnovu kojih bi bila procenjena vrednost Preduzeća. Sledi detaljan opis korišćenih metoda:



## 4.1 Diskontovani novčani tokovi

Metod diskontovanih novčanih tokova uzima u obzir (1) buduće prilive koje vlasnik imovine očekuje da ostvari u budućnosti; (2) vreme ostvarivanja tih priliva i (3) rizik koji preuzima vlasnik tih priliva. Ovo je jedini metod koji uzima u obzir sva tri faktora.

Metod diskontovanih novčanih tokova se zasniva na pretpostavci da je vrednost preduzeća sadašnja vrednost budućih neto priliva koje će ostvariti vlasnik preduzeća.

Metod diskontovanih novčanih tokova zahteva analize sledećih stavki: prihoda, rashoda, investicionih ulaganja, strukture pasive, rezidualne vrednosti i diskontne stope. Svaki od ovih faktora je ukratko opisan u delu koji sledi.

Analiza prihoda zahteva predviđanje očekivanih prihoda od prodaje proizvoda ili pružanja usluga od strane preduzeća za projektovani period. Ova analiza uključuje analizu dinamike tržišta, konkurencije, inflacije, cenovne politike, proizvodnje, očekivanog rasta, proizvodnih kapaciteta i ostalih ekonomskih faktora koji utiču na industriju u kojoj posluje posmatrano preduzeće.

Pri analizi rashoda uzimaju se u obzir fiksni i varijabilni troškovi, istorijski nivo varijabilnih troškova kao procenat od prodaje, uticaj inflacije na rashode, trošak kredita i buduće efektivne stope poreza na dobit.

Analiza ulaganja zahteva da se u obzir uzmu i potreban nivo obrtnog kapitala, kao i potrebna investiciona ulaganja i investiciona politika.

Analiza strukture izvora finansiranja se bavi analizom trenutne kao i optimalne strukture kapitala preduzeća, cenom različitih komponenti kapitala, prosečnom ponderisanom cenom kapitala i specifičnih faktora rizika vezanih za preduzeće.

Analiza rezidualne vrednosti zahteva određivanje vrednosti preduzeća nakon projektovanog perioda. Rezidualna vrednost može biti određena na više načina, uključujući metod multiplikatora i formula za anuitete.

Analiza diskontne stope se zasniva na stopi povraćaja koju bi investitor zahtevao danas da bi se diskontovali očekivani budući prilivi na sadašnju vrednost (npr. novčani tokovi), a na osnovu rizika investiranja u određeno preduzeće.

Na osnovu rezultata prethodne analize, pravi se projekcija neto budućih priliva iz poslovanja za projektovani period. Budući prilivi mogu biti definisani kao neto dobit ili priliv gotovine. Priliv gotovine može biti definisan kao priliv gotovine od kapitala, koji je dostupan akcionarima, ili priliv gotovine od investiranog kapitala ("bez duga") koji je dostupan kako akcionarima, tako i poveriocima. U bilo kojem slučaju, priliv gotovine se može izračunati u

momentu pre odnosno posle oporezivanja, ili na realnoj (bez uračunavanja inflacije), odnosno nominalnoj (sa uračunavanjem inflacije) osnovi.

Definicije novčanih tokova pre i posle servisiranja dugova su date u sledećoj tabeli:

**Tabela 4-1 Definicije priliva gotovine od kapitala i od investiranog kapitala**

<b>DEFINICIJE NOVČANOG TOKA</b>	
<b>POSLE SERVISIRANJA DUGOVA</b>	<b>PRE SERVISIRANJA DUGOVA</b>
NETO DOBIT + AMORTIZACIJA + POVEĆANJE DUGOROČNIH OBAVEZA +(-) SMANJENJE (POVEĆANJE) TRAJNIH OBRTNIH SREDSTAVA - INVESTICIJE U STALNA SREDSTVA - OTPLATA DUGOROČNIH OBAVEZA = NOVČANI TOK POSLE SERVISIRANJA OBAVEZA	NETO DOBIT (BEZ TROŠKA KAMATA) + AMORTIZACIJA +(-) SMANJENJE (POVEĆANJE) TRAJNIH OBRTNIH SREDSTAVA - INVESTICIJE U STALNA SREDSTVA = NOVČANI TOK PRE SERVISIRANJA OBAVEZA
<b>DISKONTNA STOPA:</b> CENA SOPSTVENOG KAPITALA	<b>DISKONTNA STOPA:</b> PROSEČNA PONDERISANA CENA KAPITALA
<b>ZAKLJUČAK O PROCENJENOJ VREDNOSTI KAPITALA</b>	
<b>PROCENJENA VREDNOST SOPSTVENOG KAPITALA</b>	<b>PROCENJENA VREDNOST INVESTIRANOG KAPITALA (SOPSTVENI KAPITAL + OBAVEZE)</b> - <b>TRŽIŠNA VREDNOST OBAVEZA</b> = <b>PROCENJENA VREDNOST SOPSTVENOG KAPITALA</b>

Od profesionalnog rasuđivanja procenjivača, a na osnovu dostupnih činjenica i uslova, zavisi koja će definicija budućih priliva biti korišćena. Bez obzira na to kako se obračunava priliv gotovine, bezgotovinske stavke (npr. amortizacija) moraju se dodati, a investiciona ulaganja oduzeti, da bi se dobio dostupni priliv gotovine. U slučaju NIS-a korišćen je nominalni priliv gotovine od investiranog kapitala.

# Deloitte.

U oba slučaja, diskontna stopa mora biti dobijena na istoj osnovi kao i budući tokovi gotovine na koje će se primeniti. U slučaju priliva gotovine od sopstvenog kapitala primenjuje se diskontna stopa koja predstavlja cenu sopstvenog kapitala, dok se priliv gotovine od investiranog kapitala diskontuje prosečnom ponderisanom cenom kapitala. U slučaju NIS-a primenili smo prosečnu ponderisanu cenu kapitala na priliv gotovine od investiranog kapitala.

Rezidualna vrednost preduzeća se kapitalizuje prosečnom ponderisanom cenom kapitala umanjenom za vrednost dugoročne stope rasta.

Nakon utvrđivanja diskontne stope, svi budući gotovinski prilivi i rezidualna vrednost se diskontuju da bi se utvrdila njihova sadašnja vrednost. Suma tih trenutnih vrednosti predstavlja kapital kada je korišćena u modelu gotovinskih priliva od kapitala. Sa druge strane, ta suma odgovara vrednosti investiranog kapitala (kapital plus kamatonosni dug) u modelu gotovinskih priliva od investiranog kapitala, tako da se kamatonosni dug mora oduzeti da bi se dobila vrednost kapitala. Zavisno od okolnosti pod kojim se odvija procena, ovaj preliminarna projekcija mora biti korigovana za ostale faktore, kao što su diskonti za manjinski udeo, kontrolne premije, rizičnost poslovanja u posmatranoj zemlji, ili nedovoljnu utrživost.

## 4.2 Tržišni pristup

Tržišni pristup se zasniva na podacima sa berzi kapitala i formulisan je sa ciljem određivanja vrednosti preduzeća putem njegovog poređenja sa: (1) uporedivim preduzećima čijim se akcijama trguje na berzi, ili (2) sličnim preduzećima koja su nedavno prošla kroz proces promene vlasništva.

U oba slučaja, potrebno je izabrati relevantan uzorak uporedivih preduzeća. Idealni kandidati su preduzeća u istoj industriji kao i posmatrano preduzeće i sa sličnim poslovanjem u pogledu proizvoda, diversifikacije, ekonomskih uticaja kojima su podložna, veličine, itd. Upotrebljivim uzorkom se smatra najmanje 3 do 5 uporedivih preduzeća.

Za svako preduzeće u uzorku se izračunava nekoliko pokazatelja vrednosti ili vrednosnih multiplikatora, kao na primer tržišna cena akcije naspram: prihoda po akciji, priliva gotovine preduzeća, ili knjigovodstvene vrednosti akcije. Nakon što su ovi multiplikatori izračunati za uporediva preduzeća, odgovarajući multiplikator se odabere za preduzeća čija se vrednost procenjuje, na osnovu njegovog poređenja sa uzorkom u pogledu: izloženosti rizicima, finansijskog stanja i drugih parametara poslovanja. Izabrani multiplikator se onda primenjuje na finansijske podatke preduzeća čije se vrednost procenjuje (npr. prihodi, knjigovodstvena vrednost, priliv gotovine, itd.).

Poput diskontovanih novčanih tokova, i multiplikatori se mogu definisati na bazi kapitala ili investiranog kapitala. U drugom slučaju, potrebno je oduzeti vrednost kamatonosnih obaveza od rezultata dobijenih prvim metodom.

Primena multiplikatora na finansijske pokazatelje preduzeća rezultira u preliminarnoj proceni njegove tržišne vrednosti. Zavisno od uslova pod kojima se obavlja procena, ova preliminarna vrednost može biti korigovana da bi se uzeli u obzir ostali faktori, kao što su diskont za manjinski paket, kontrolne premije, rizici poslovanja u posmatranoj zemlji, ili nedovoljna utrživost.

### 4.3 Metod neto imovine

Metod neto imovine je indirektni pristup za određivanje vrednosti preduzeća. Pri korišćenju ovog metoda, fer tržišna vrednost svakog sredstva se određuje posebno i onda se tako dobijene vrednosti zbrajaju. Stoga, ovaj metod zahteva procenu svake grupe sredstava posebno, i to:

- Obrtna imovina kao što su gotovina, zalihe, hartije od vrednosti kojima se trguje, kratkoročna potraživanja i aktivna vremenska razgraničenja.
- Osnovna sredstva kao što su zemljište i građevinski objekti, oprema, itd.
- Nematerijalna ulaganja kao što su goodwill, ulaganje u razvoj, patenti, koncesije, itd.

Vrednost svakog sredstva se određuje posebno, primenom metoda procene koji odgovara za grupu kojoj sredstvo pripada. Pojedinačne vrednosti se potom zbrajaju da bi se dobila ukupna vrednost svih sredstava preduzeća. Zatim se utvrđuje pojedinačna vrednost svih obaveza, iskazanih i neiskazanih u bilansima, i zatim se te vrednosti zbrajaju da bi se utvrdila ukupna tržišna vrednost obaveza preduzeća.

Tržišna vrednost ukupnih obaveza se zatim oduzima od ukupne procenjene vrednosti imovine da bi se dobila procenjena fer tržišna vrednost kapitala. Ova vrednost je istovremeno i procenjena vrednost preduzeća po metodu neto imovine.

Međutim, ovaj pristup ne odražava prinos koji bi procenjivana imovina trebala da donosi vlasniku i čime bi opravdala investiciju. Ukoliko metoda diskontovanih novčanih tokova da rezultat koji je niži od amortizovane vrednosti zamene imovine kojom preduzeće raspolaže, u tom slučaju postoji problem ekonomske zastarelosti opreme. U tom slučaju svim sredstvima potrebno je umanjiti vrednost do ukupne vrednosti koja odgovara mogućnosti opreme da generiše prinos. Investitor će umanjiti iznos koji je spreman da plati za imovinu preduzeća do one granice dok se prinos ne izjednači sa adekvatnim povraćajem investicija koji je u funkciji procenjenog rizika investitora vezanog za posedovanje konkretne imovine.

### 4.4 Zaključak – Metodi procene vrednosti preduzeća

Metod ili metodi odabrani za procenu vrednosti određenog preduzeća zavise od rasuđivanja procenjivača i prethodnog iskustva sa sličnim projektima, kao i od kvaliteta i kvantiteta dostupnih podataka (finansijskih, o poslovanju, o industriji, itd.).

# Deloitte.

Da bismo procenili fer tržišnu vrednost 100% kapitala preduzeća NIS a.d., koristili smo metode diskontovanih novčanih tokova, metod uporedivih preduzeća, metod uporedivih transakcija i neto imovine.

Rezultati procene dobijeni metodom diskontovanih novčanih tokova, metodom uporedivih preduzeća, metodom uporedivih transakcija i metodom neto imovine su prikazani u delu izveštaja koji sledi.

## 5 Procena vrednosti kapitala metodom diskontovanih novčanih tokova

### 5.1 Uvod

U primeni prinosnog pristupa smo koristili metod diskontovanih novčanih tokova, koji se bazira na premisi da je vrednost NIS-a jednaka vrednosti diskontovanih budućih ekonomskih tokova odnosno diskontovanog novčanog toka. Primena ovog metoda zahteva analizu prihoda, rashoda, kapitalnih izdataka, strukture kapitala i troškova kapitala (uključujući pregled industrijskih, finansijskih i specifičnih rizika vezanih za kompaniju).

Naša analiza diskontovanih novčanih tokova je prezentirana u nastavku ovog izveštaja i u sebi sadrži sledeće korake:

1. Koristili smo strateški plan i finansijske projekcije za period 2008 – 2010 koje smo dobili od menadžmenta NIS-a. Za strateški plan i finansijske projekcije je isključivo odgovoran menadžment NIS-a, te je Deloitte pregledao napravljene projekcije, ali nije bio neposredno uključen u njihovu pripremu.
2. Razmatrali smo strateški plan i finansijske projekcije sa predstavnicima NIS-a, te smo od predstavnika NIS-a dobili ažurirane projekcije planiranih količina rafinerijske prerade (2008-2012), planirane strukture prerade (2008-2012), planiranih potrebnih količina sirove nafte i ostalog materijala (2008-2012), te ažuriranu verziju plana prodaje naftnih derivata (2008-2010). Na temelju diskusije s predstavnicima NIS-a produžili smo eksplicitni period projekcije do 2020. godine kako bi na adekvatan način uzeli u obzir planirane efekte modernizacije rafinerija (do 2012. godine) na buduću profitabilnost NIS-a.
3. Bazirano na finansijskim projekcijama, izračunali smo novčane tokove raspoložive za vlasnike investiranog kapitala („cash flow to invested capital“). Kako bismo izračunali neto novčane tokove za investirani kapital, krenuli smo od operativnog profita (EBIT) na koji smo dodali amortizaciju i oduzeli efektivne iznose poreza na dobit preduzeća, kapitalne investicije i ulaganja u obrtni kapital.
4. Diskontovali smo tako dobijene neto novčane tokove koristeći nominalnu, korigovanu za rizike i poreze prosečnu ponderisanu cenu kapitala („WACC“) kako bismo odredili sadašnju vrednost novčanih tokova iz projektovanog perioda.
5. Kako bismo procenili fer tržišnu vrednost kapitala, od sadašnje vrednosti novčanih tokova iz eksplicitnog perioda projekcije, oduzeli smo vrednost postojećeg duga (497 miliona EUR) i dodali vrednost postojeće neposlovne imovine (337 miliona EUR) i novca i novčanih ekvivalenata (44 miliona EUR) na dan 30. juna 2008. godine.
6. Primenili smo diskont za neutrživost („marketability discount“) u cilju uzimanja u obzir činjenicu da kompanija ne kotira na tržištu kapitala.

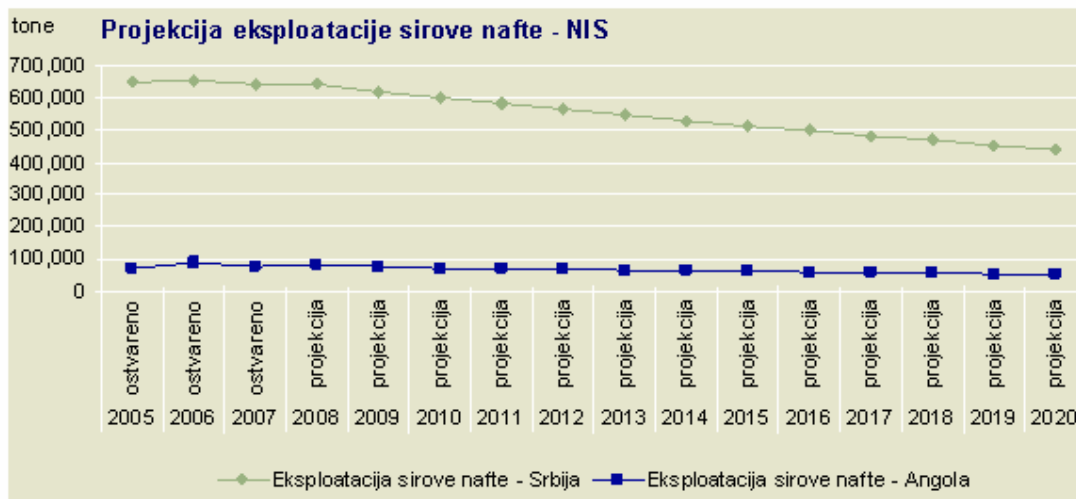
Detaljne pretpostavke iskorišćene u metodi diskontovanog novčanog toka su prikazane u nastavku.

## 5.2 Pretpostavke

### 5.2.1 Eksploatacija sirove nafte i gasa

Pored uvoza sirove nafte, NIS vrši i eksploataciju sirove nafte na sopstvenim naftnim poljima u Srbiji i Angoli. U 2007. godini, NIS je izvršio eksploataciju sirove nafte u iznosu od 718 hiljada tona, od čega je 639 hiljada tona eksploatisano u Srbiji i 78 hiljada tona u Angoli. U nastavku je dat tabelarni i grafički prikaz projektovane eksploatacije sirove nafte:

Slika 5-1 Projekcija eksploatacije sirove nafte – NIS:



Izvor: Izvedeno na temelju informacija dobivenih od rukovodstva NIS-a

Tabela 5-1 Plan eksploatacije sirove nafte – NIS:

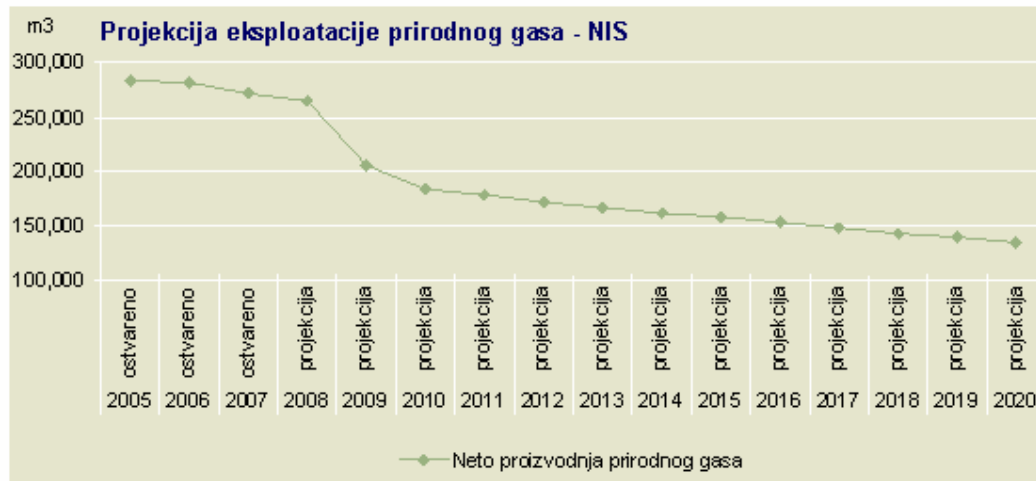
		2005 ostv.	2006 ostv.	2007 ostv.	2008 1P ostv.	2008 2P plan	2009 plan	2010 plan	2011 plan	2012 plan
NIS - Srbija	t	648,836	653,902	639,371	315,883	322,617	616,100	596,450	578,557	561,200
NIS - Angola	t	72,363	90,062	78,326	40,764	44,960	78,647	73,816	71,602	69,453
<b>Ukupna proizvodnja</b>	<b>t</b>	<b>721,199</b>	<b>743,964</b>	<b>717,697</b>	<b>356,647</b>	<b>367,577</b>	<b>694,747</b>	<b>670,266</b>	<b>650,158</b>	<b>630,653</b>

Izvor: Izvedeno na temelju informacija dobivenih od rukovodstva NIS-a

Planirano je smanjenje ukupne proizvodnje sirove nafte sa 718 hiljada tona u 2007. godini na 670 hiljada tona u 2010. godini, nakon čega se pretpostavlja da će eksploatacija sirove nafte opadati po stopi od 3% godišnje.

Uz eksploataciju sirove nafte, NIS vrši i eksploataciju gasa (neto proizvodnja u 2007. godini iznosila je 271 hiljadu m<sup>3</sup>). U nastavku je dat tabelarni i grafički prikaz projektovane proizvodnje gasa:

Slika 5-2 Projekcija eksploatacije gasa – NIS:



Izvor: Izvedeno na temelju informacija dobivenih od rukovodstva NIS-a

Tabela 5-2 Projekcija eksploatacije i prodaje prirodnog gasa – NIS:

		2005 ostv.	2006 ostv.	2007 ostv.	2008 1P ostv.	2008 2P plan	2009 plan	2010 plan	2011 plan	2012 plan
Proizvodnja gasa	000 m <sup>3</sup>	294,399	293,182	276,720	138,387	134,235	211,000	188,000	182,360	176,889
Tehnički gubici	000 m <sup>3</sup>	-11,806	-11,510	-5,446	-3,923	-3,805	-5,981	-5,329	-5,170	-5,015
Robna proizvodnja	000 m <sup>3</sup>	282,594	281,671	271,274	134,464	130,430	205,019	182,671	177,190	171,875
Sopstvena potrošnja	000 m <sup>3</sup>	-56,605	-55,983	-56,559	-27,704	-26,873	-42,240	-37,636	-36,507	-35,412
Otprema (prodaja)	000 m <sup>3</sup>	225,989	225,688	214,715	106,760	103,557	162,778	145,035	140,684	136,463
Otprema (prodaja)	t	179,928	179,688	170,952	85,000	82,450	129,601	115,474	112,009	108,649

Izvor: Izvedeno na temelju informacija dobivenih od rukovodstva NIS-a

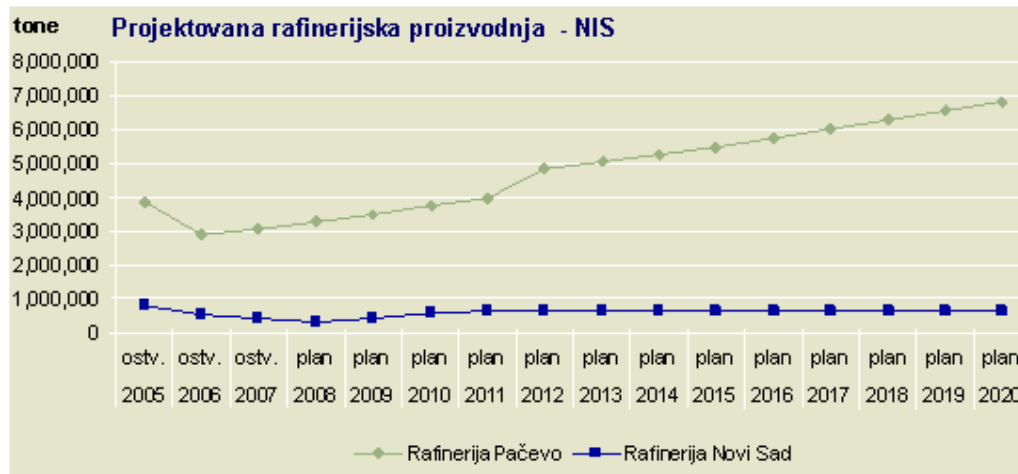
Projektovano je smanjenje ukupne neto proizvodnje prirodnog gasa sa 271 hiljada m<sup>3</sup> u 2007. godini na 172 hiljada m<sup>3</sup> u 2012. godini, nakon čega se pretpostavlja da će proizvodnja gasa opadati po stopi od 3% godišnje.

## 5.2.2 Struktura rafinerijske prerade

NIS upravlja sa 2 rafinerije u Srbiji, locirane u Pančevu i Novom Sadu. U 2007. godini, rafinerija Pančevo ("RNP") preradila je 3,0 miliona tona naftnih derivata, dok je rafinerija nafte Novi Sad ("RNS") preradila ukupno 0,4 miliona tona. U nastavku je dat tabelarni i grafički prikaz projektovanog obima prerade obe rafinerije:



Slika 5-3 Projekcija rafinerijske prerade – NIS:



Izvor: Izvedeno na temelju informacija dobivenih od rukovodstva NIS-a

Tabela 5-3 Projekcija rafinerijske prerade – NIS:

		2005	2006	2007	2008 1H	2008 2H	2009	2010	2011	2012
		ostv.	ostv.	ostv.	ostv.	plan	plan	plan	plan	plan
Prerada za NIS	t	2,968,513	2,243,654	2,321,501	1,226,325	1,462,640	2,868,137	3,183,372	3,400,000	4,809,838
Uslužna prerada za treća lica	t	884,076	657,152	717,792	284,593	298,000	600,000	600,000	600,000	0
<b>Ukupna prerada - RNP</b>	<b>t</b>	<b>3,852,589</b>	<b>2,900,806</b>	<b>3,039,293</b>	<b>1,510,918</b>	<b>1,760,640</b>	<b>3,468,137</b>	<b>3,783,372</b>	<b>4,000,000</b>	<b>4,809,838</b>
Prerada za NIS	t	617,047	545,876	428,162	153,773	165,900	441,700	613,300	650,000	650,000
Uslužna prerada za treća lica	t	179,036	9,219	0	0	0	0	0	0	0
<b>Ukupna prerada - RNS</b>	<b>t</b>	<b>796,083</b>	<b>555,095</b>	<b>428,162</b>	<b>153,773</b>	<b>165,900</b>	<b>441,700</b>	<b>613,300</b>	<b>650,000</b>	<b>650,000</b>
<b>Ukupna prerada - NIS</b>	<b>t</b>	<b>4,648,672</b>	<b>3,455,901</b>	<b>3,467,455</b>	<b>1,664,691</b>	<b>1,926,540</b>	<b>3,909,837</b>	<b>4,396,672</b>	<b>4,650,000</b>	<b>5,459,838</b>

Izvor: Izvedeno na temelju informacija dobivenih od rukovodstva NIS-a

Projektovano je povećanje ukupnog obima rafinerijske prerade u obe NIS-ove rafinerije sa 3,4 miliona tona u 2007. godini na 5,4 miliona tona u 2012. godini. Predviđa se da će do 2012. godine NIS izvršiti modernizaciju obe rafinerije (ukupan iznos kapitalnih investicija u iznosu od 1,2 milijarde EUR do 2012 – vidi sekciju 5.6) što će omogućiti značajniji rast u 2012. godini. U preostalom eksplicitnom periodu projekcije, predviđa se da će rafinerija Pančevo povećati obim rafinerijske prerade za 4.5% godišnje. Posle 2011. godine pretpostavlja se prestanak prerade za treća lica.

Struktura prerade svake rafinerije prikazana je u sledećim tabelama:

Tabela 5-4 Projekcija strukture rafinerijske prerade – rafinerija Pančevo:

Naftni derivat		2006 ostv.	2007 ostv.	2008 2P plan	2009 plan	2010 plan	2011 plan	2012 plan
1) Motorni benzin	t	469,549	477,791	239,801	601,302	717,634	736,839	845,829
- MB-95	t	244,077	217,676	93,493	179,600	125,000	128,345	0
- BMB-95-92	t	225,472	260,115	146,307	353,100	427,000	438,427	0
- Euro premijum BMB-95	t	0	0	0	68,602	165,634	170,067	845,829
2) Mlazno gorivo MG-1	t	49,239	57,031	38,543	71,700	80,000	48,626	190,000
3) Dizel gorivo	t	646,418	630,303	455,246	888,909	909,000	1,006,891	1,407,657
- D - 2	t	586,149	554,478	362,248	710,000	701,000	776,491	0
- EVRO D-2/EKO-3	t	60,269	75,825	92,998	178,909	208,000	230,400	1,407,657
<b>Motorna goriva</b>	<b>t</b>	<b>1,165,206</b>	<b>1,165,125</b>	<b>733,590</b>	<b>1,561,911</b>	<b>1,706,634</b>	<b>1,792,356</b>	<b>2,443,486</b>
1) TNG	t	69,183	76,611	31,999	79,611	100,414	53,695	96,801
2) Destilna lož ulja	t	62,818	73,511	44,756	82,000	87,000	96,369	90,000
3) Rezidualna lož ulja - mazuti	t	370,694	352,216	186,313	301,784	283,527	584,849	561,899
- mazut do 1% (NSG-S)	t	0	0	0	0	0	0	0
- mazut preko 1%	t	370,694	352,216	186,313	301,784	283,527	584,849	561,899
<b>Energetska goriva</b>	<b>t</b>	<b>502,695</b>	<b>502,338</b>	<b>263,068</b>	<b>463,395</b>	<b>470,942</b>	<b>734,913</b>	<b>748,700</b>
1) Primarni benzin	t	142,964	145,836	137,717	240,000	342,518	332,193	653,192
2) Bitumeni	t	138,363	148,729	105,046	181,630	210,000	162,088	200,000
- putni	t	138,363	141,509	105,046	181,630	210,000	162,088	200,000
- industrijski	t	0	7,220	0	0	0	0	0
3) Petrohemijske sirovine	t	19,267	107,746	97,763	153,903	176,936	95,366	221,305
- olefini (propilen)	t	23,281	19,715	9,903	35,170	38,765	31,979	74,043
- aromati (benzen, toulen)	t	9,432	51,478	34,854	47,408	48,808	56,611	109,948
- ostalo	t	24,021	4,528	1,851	11,325	9,363	6,777	37,314
- ostalo (poluproizvodi)	t	-37,467	32,025	51,156	60,000	80,000	0	0
4) Specijalni benzini	t	929	329	0	0	0	0	30,492
<b>Neenergetska goriva</b>	<b>t</b>	<b>301,523</b>	<b>402,640</b>	<b>340,527</b>	<b>575,533</b>	<b>729,454</b>	<b>589,647</b>	<b>1,104,989</b>
<b>ROBNA PROIZVODNJA</b>	<b>t</b>	<b>1,969,424</b>	<b>2,070,103</b>	<b>1,337,184</b>	<b>2,600,839</b>	<b>2,907,029</b>	<b>3,116,916</b>	<b>4,297,176</b>
Sopstvena potrošnja i tehn. gubitak	t	274,230	251,026	125,478	267,298	276,342	283,084	512,662
<b>UKUPNO</b>	<b>t</b>	<b>2,243,654</b>	<b>2,321,129</b>	<b>1,462,662</b>	<b>2,868,137</b>	<b>3,183,372</b>	<b>3,400,000</b>	<b>4,809,838</b>

Izvor: Izvedeno na temelju informacija dobivenih od rukovodstva NIS-a

Kao što se može videti iz predhodne tabele, nakon modernizacije rafinerije Pančevo, u 2012. godini planira se značajniji rast obima prerade Evro D-2, Eko-3 i Euro premium BMB-95 goriva, kao i pad proizvodnje olovni MB-95, BMB-95-92 goriva te D-2 dizel goriva.

Planirana stuktura prerade rafinerije nafte Novi Sad data je u sledećoj tabeli:

Tabele 5-5 Projekcija strukture rafinerijske prerade – rafinerija Novi Sad:

Naftni derivat		2006 ostv.	2007 ostv.	2008 2P plan	2009 plan	2010 plan	2011 plan	2012 plan
1) Motorni benzin	t	24,780	-298	896	0	0	0	48,750
- MB-95	t	6,808	-258	896	0	0	0	10,855
- BMB-95-92	t	17,972	-40	0	0	0	0	37,895
- Euro premijum BMB-95	t	0	0	0	0	0	0	0
2) Mlazno gorivo MG-1	t	0	0	0	0	0	0	0
3) Dizel gorivo	t	159,288	140,909	59,425	138,826	200,610	214,500	190,320
- D - 2	t	124,657	102,098	39,799	74,206	72,001	71,500	116,675
- EVRO D-2/EKO-3	t	34,631	38,811	19,626	64,621	128,609	143,000	73,645
<b>Motorna goriva</b>	<b>t</b>	<b>184,068</b>	<b>140,611</b>	<b>60,321</b>	<b>138,826</b>	<b>200,610</b>	<b>214,500</b>	<b>239,070</b>
1) TNG	t	848	-11	0	0	0	0	1,625
2) Destilna lož ulja	t	9,488	0	0	0	0	0	0
3) Rezidualna lož ulja - mazuti	t	167,881	118,982	36,133	125,752	161,237	172,250	174,980
- mazut do 1% (NSG-S)	t	129,522	102,709	35,420	125,752	150,259	159,250	46,605
- mazut preko 1%	t	38,359	16,273	713	0	10,978	13,000	128,375
<b>Energetska goriva</b>	<b>t</b>	<b>178,217</b>	<b>118,971</b>	<b>36,133</b>	<b>125,752</b>	<b>161,237</b>	<b>172,250</b>	<b>176,605</b>
1) Primarni benzin	t	27,182	43,934	3,451	27,209	58,938	65,000	50,700
2) Bitumeni	t	31,018	14,972	6,171	0	0	0	40,040
- putni	t	24,313	9,450	2,936	0	0	0	36,270
- industrijski	t	6,705	5,522	3,235	0	0	0	3,770
3) Petrohemijske sirovine	t	76,390	72,972	47,530	118,861	152,098	156,000	101,985
- olefini (propilen)	t	0	0	0	0	0	0	0
- aromati (benzen, toulen)	t	0	0	0	0	0	0	0
- ostalo (uklj. poluproizvodi)	t	76,390	72,972	47,530	118,861	152,098	156,000	101,985
<b>Neenergetska goriva</b>	<b>t</b>	<b>134,590</b>	<b>131,878</b>	<b>57,153</b>	<b>146,070</b>	<b>211,037</b>	<b>221,000</b>	<b>192,725</b>
<b>ROBNA PROIZVODNJA</b>	<b>t</b>	<b>496,875</b>	<b>391,460</b>	<b>153,607</b>	<b>410,648</b>	<b>572,884</b>	<b>607,750</b>	<b>608,400</b>
Sopstvena potrošnja i tehn. gubitak	t	49,001	36,702	12,293	31,052	40,416	42,250	41,600
<b>UKUPNO</b>	<b>t</b>	<b>545,876</b>	<b>428,162</b>	<b>165,900</b>	<b>441,700</b>	<b>613,300</b>	<b>650,000</b>	<b>650,000</b>

Izvor: Izvedeno na temelju informacija dobivenih od rukovodstva NIS-a

### 5.2.3 Uvoz sirove nafte

Zbog nedovoljne domaće proizvodnje sirove nafte (639 hiljada tona u 2007. godini), a u cilju ostvarivanja planiranih ciljnih iznosa prerade naftnih derivata (3.5 miliona tona u 2007. godini), NIS nabavlja preostalu potrebnu količinu sirove nafte preko uvoza.

Projekcija ukupnog iznosa sirovina (sirove nafte i poluproizvoda) neophodnih za ostvarivanje planiranih obima prerade prikazana je u sledećoj tabeli:

Tabela 5-6 Projekcija neophodnih količina sirove nafte i drugih sirovina – NIS:

		2008 2P plan	2009 plan	2010 plan	2011 plan	2012 plan
<b>RAFINERIJA PANČEVO:</b>						
Potrebna sirova nafta	t	1,240,228	2,631,585	2,863,688	3,100,000	4,247,107
Potrebni poluproizvodi	t	222,412	236,552	319,684	300,000	562,731
<b>Potrebni inputi - prerada za NIS</b>	<b>t</b>	<b>1,462,640</b>	<b>2,868,137</b>	<b>3,183,372</b>	<b>3,400,000</b>	<b>4,809,838</b>
Potrebna sirova nafta	t	298,000	600,000	600,000	600,000	0
Potrebni poluproizvodi	t	0	0	0	0	0
<b>Potrebni inputi - uslužna prerada</b>	<b>t</b>	<b>298,000</b>	<b>600,000</b>	<b>600,000</b>	<b>600,000</b>	<b>0</b>
<b>RAFINERIJA NOVI SAD</b>						
Potrebna sirova nafta	t	119,100	381,700	533,300	550,000	650,000
Potrebni poluproizvodi	t	46,800	60,000	80,000	100,000	0
<b>Potrebni inputi - prerada za NIS</b>	<b>t</b>	<b>165,900</b>	<b>441,700</b>	<b>613,300</b>	<b>650,000</b>	<b>650,000</b>
Potrebna sirova nafta	t	1,657,327	3,613,285	3,996,988	4,250,000	4,897,107
Potrebni poluproizvodi	t	269,212	296,552	399,684	400,000	562,731
<b>Ukupno potrebni inputi</b>	<b>t</b>	<b>1,926,540</b>	<b>3,909,837</b>	<b>4,396,672</b>	<b>4,650,000</b>	<b>5,459,838</b>

Izvor: Izvedeno na temelju informacija dobivenih od rukovodstva NIS-a

Neophodne količine sirove nafte projektovane su da se obezbede iz sledećih izvora:

1. Sopstvena proizvodnja: Eksploatacija sirove nafte u Srbiji;
2. Treća lica: Uz preradu naftnih derivata za potreba NIS-a, NIS također vrši usluge rafinerijske prerade za treća lica (za navedeni segment NIS ne obezbeđuje sirovu naftu);
3. Uvoz: Preostale neophodne količine sirove nafte biti će uvezene. Referentni tip sirove nafte za NIS-ov uvoz je Ural RCMB.

Nakon izuzimanja sirove nafte proizvedene od strane NIS-a, kao i sirove nafte dostavljene od strane trećih lica, ukupne količine sirove nafte koje će morati da se uvezu prikazane su u tabeli koja sledi:

Tabela 5-7 Projekcija uvoza sirove nafte – NIS:

		2008 2P plan	2009 plan	2010 plan	2011 plan	2012 plan
Potrebna nabavka sirove nafte	t	1,657,327	3,613,285	3,996,988	4,250,000	4,897,107
<b>Potrebna nabavka sirove nafte- NIS</b>	<b>t</b>	<b>1,657,327</b>	<b>3,613,285</b>	<b>3,996,988</b>	<b>4,250,000</b>	<b>4,897,107</b>
Manje: Sopstvena proizvodnja - NIS	t	(322,617)	(616,100)	(596,450)	(578,557)	(561,200)
Manje: Input od trećih lica (usluž.prerada)	t	(298,000)	(600,000)	(600,000)	(600,000)	0
Plus: Gubici u transportu	t	452	986	1,014	984	954
<b>Uvoz sirove nafte</b>	<b>t</b>	<b>1,037,162</b>	<b>2,398,171</b>	<b>2,801,552</b>	<b>3,072,427</b>	<b>4,336,861</b>

Izvor: Izvedeno na temelju informacija dobivenih od rukovodstva NIS-a

Pored sirove nafte, za preradu planiranih količina naftnih derivata NIS-u su potrebne i određene količine drugih materijala (poluproizvoda). Neophodne količine poluproizvoda planiraju da se obezbede iz sledećih izvora:

1. Sopstvena proizvodnja: Kao deo procesa prerade, rafinerije proizvode poluproizvode koje je moguće upotrebiti kao sirovine;
2. Eksterna nabavka: Prostali iznos neophodnih količina poluproizvoda nabavit će se eksterno.

U narednoj tabeli dat je pregled neophodnih količina poluproizvoda koje se planiraju nabaviti iz eksternih izvora:

**Tabela 5-8: Neophodne količine poluproizvoda – NIS:**

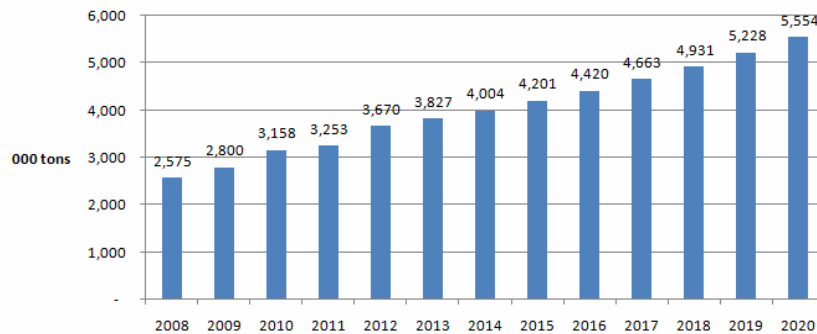
		2008 2P plan	2009 plan	2010 plan	2011 plan	2012 plan
Potrebna nabavka poluproizvoda	t	269,212	296,552	399,684	400,000	562,731
<b>Potrebna nabavka poluproizvoda - NIS</b>	<b>t</b>	<b>269,212</b>	<b>296,552</b>	<b>399,684</b>	<b>400,000</b>	<b>562,731</b>
Manje: Sopstvena proizvodnja - NIS	t	(94,508)	(175,958)	(226,417)	(146,371)	(152,024)
<b>Potrebna nabavka u periodu</b>	<b>t</b>	<b>174,704</b>	<b>120,594</b>	<b>173,267</b>	<b>253,629</b>	<b>410,707</b>

Izvor: Izvedeno na temelju informacija dobivenih od rukovodstva NIS-a

## 5.2.4 Projekcija prodaje

Naredni tabelarni i grafički prikaz predstavlja projektovanu prodaju derivata na domaćem tržištu koju NIS planira da realizuje (prodaja na malo i veliko):

**Slika 5-4: Projekcija prodaje na domaćem tržištu (prodaja na malo i veliko) – NIS:**



Izvor: Izvedeno na temelju informacija dobivenih od rukovodstva NIS-a

**Tabela 5-9 Projekcija prodaje na domaćem tržištu (prodaja na malo i veliko)– NIS:**

Prodaja naftnih derivata		2006	2007	2008 1H	2008	2008 2H	2009	2010	2011	2012
TNG	t	6,963	13,620	7,272	18,899	11,627	47,150	80,900	88,221	95,544
TNG - dir isporuke	t	132,957	178,582	82,134	172,541	90,407	157,850	134,100	137,266	140,943
Propilen	t	23,284	19,619	260	9,244	8,984	21,800	22,000	23,991	25,982
Primarni benzin	t	170,656	186,832	100,799	241,967	141,168	267,209	401,456	397,193	703,892
Mlazno gorivo GM-1	t	40,405	46,852	21,565	52,411	30,846	59,000	65,000	70,883	76,766
Motorni benzini	t	473,765	468,813	217,154	454,861	237,706	453,214	463,886	484,821	515,698
-olovni benzini	t	243,919	216,718	92,099	181,299	89,199	152,199	123,969	100,975	82,246
-bezolovni benzini	t	229,846	252,095	125,055	273,562	148,507	301,015	339,917	383,846	433,452
Dizel goriva	t	932,891	894,692	414,982	946,188	531,206	1,118,884	1,307,436	1,350,473	1,393,700
-D-2	t	710,720	668,270	303,933	664,511	360,578	644,953	634,245	623,714	613,358
-NSD	t	141,184	153,268	78,184	207,000	128,816	400,000	600,000	654,300	708,607
-EL	t	80,987	73,154	32,866	74,677	41,811	73,930	73,191	72,459	71,735
<b>Svega MB i SD:</b>	<b>t</b>	<b>1,406,656</b>	<b>1,363,505</b>	<b>632,137</b>	<b>1,401,049</b>	<b>768,912</b>	<b>1,572,098</b>	<b>1,771,322</b>	<b>1,835,294</b>	<b>1,909,398</b>
Mazuti	t	516,394	461,984	214,585	480,196	265,610	470,508	467,941	465,450	463,036
- Mazut S	t	461,929	380,934	181,454	401,842	220,387	390,587	386,422	382,300	378,223
- Mazut NSGS	t	54,465	81,050	33,131	78,354	45,223	79,921	81,519	83,150	84,813
Bitumeni	t	166,159	161,683	77,064	185,976	108,912	186,336	197,012	214,841	232,673
-Putni	t	160,015	156,007	75,086	181,173	106,087	180,093	188,896	205,991	223,088
-Industrijski	t	6,144	5,676	1,978	4,803	2,825	6,243	8,116	8,851	9,585
Ulja i maziva	t	9,612	8,650	3,467	8,134	4,667	10,505	11,125	12,132	13,139
Aromati	t	2,039	1,368	625	2,219	1,594	3,493	3,615	3,942	4,269
Ostalo	t	3,085	2,189	804	2,166	1,362	3,724	3,919	4,274	4,628
<b>Ukupno</b>	<b>t</b>	<b>2,478,210</b>	<b>2,444,884</b>	<b>1,140,712</b>	<b>2,574,801</b>	<b>1,434,089</b>	<b>2,799,673</b>	<b>3,158,390</b>	<b>3,253,488</b>	<b>3,670,271</b>

Izvor: Izvedeno na temelju informacija dobivenih od rukovodstva NIS-a

Projektovan je rast ukupne prodaje NIS-a na domaćem tržištu sa 2,4 miliona tona u 2007. godini na 3,2 miliona tona u 2010. godini. Projektovana prodaja pokazuje budući pad prodaje olovni i D2 dizel goriva kao i značajan rast prodaje eurodizela (NSD) i bezolovnih benzina. Pretpostavljeno je da će se eventualni viškovi proizvedenih primarnih benzina i TNG-a prodati petrohemijskoj industriji.

Nakon 2010. godine pretpostavljena je ista stopa rasta (pada) prodaje motornih i dizel goriva, mazuta te TNG-a kao u 2010. godini. Rast prodaje ostalih naftnih derivata nakon 2010. godine je pretpostavljen sukladno planiranom rastu bruto domaćeg proizvoda i domaće inflacije.

## 5.2.5 Izvoz / Uvoz naftnih derivata

Projekcija izvoza i uvoza naftnih derivata proističe iz razlika između planiranog obima prodaje na domaćem tržištu i rafinerijske prerade, kao što se može videti iz naredne tabele:

**Tabela 5-10 Projekcija viškova (izvoz) i manjkova (uvoz) naftnih derivata – NIS:**

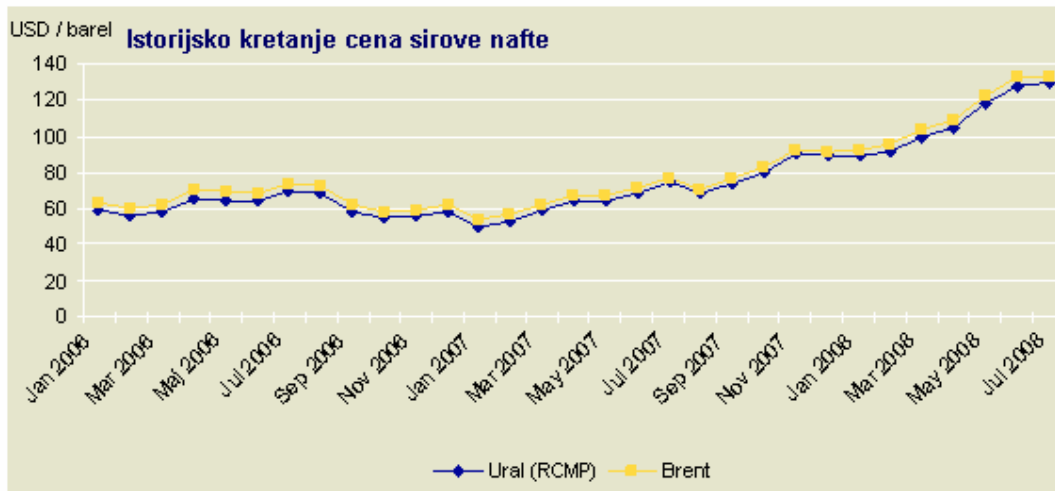
		2008 2P	2009	2010	2011	2012
TNG	t	-70,035	-125,389	-114,586	-171,793	-138,062
Propilen	t	919	13,370	16,765	7,988	48,061
Primarni benzin	t	0	0	0	0	0
Mlazno gorivo GM-1	t	7,697	12,700	15,000	-22,256	113,234
Motorni benzini	t					
-olovni benzini	t	5,190	27,401	1,031	27,370	-71,391
-bezolovni benzini	t	-2,200	120,687	252,717	224,648	450,273
Dizel goriva	t					
-D-2	t	41,470	139,252	138,756	224,277	-496,683
-NSD	t	-16,193	-156,470	-263,391	-280,900	772,695
-EL	t	2,945	8,070	13,809	23,910	18,265
Mazuti	t					
- Mazut S	t	-33,361	-88,804	-91,916	215,549	312,051
- Mazut NSGS	t	-9,803	45,831	68,739	76,100	-38,208
Bitumeni	t					
-Putni	t	1,895	1,537	21,104	-43,903	13,182
-Industrijski	t	411	-6,243	-8,116	-8,851	-5,815
Ulja i maziva	t	0	0	0	0	0
Aromati	t	33,260	43,915	45,193	52,668	105,679
Ostalo	t	94,508	175,958	226,417	146,371	152,024
Viškovi	t	188,294	588,721	799,532	998,881	1,985,464
Manjkovi	t	-131,592	-376,906	-478,009	-527,703	-750,159
<b>Neto viškovi/manjkovi</b>	<b>t</b>	<b>56,702</b>	<b>211,814</b>	<b>321,523</b>	<b>471,178</b>	<b>1,235,305</b>

Izvor: Izvedeno na temelju informacija dobivenih od rukovodstva NIS-a

## 5.2.6 Cena sirove nafte

Referentni tip sirove nafte koju NIS uvozi je Ural (RCMB). Naredni grafikon i tabela prikazuju istorijat kretanja cena sirove nafte tipa Ural (RCMB) u poređenju sa cenom Brent sirove nafte.

Picture 5-5 Istorijsko kretanje cena sirove nafte:



Izvor: Rukovodstvo NIS-a

Table 5-11 Istorijsko kretanje cena sirove nafte:

Period	USD / brrel			Period	USD / barrel			Period	USD / barrel		
	Ural (RCMP)	Brent	%		Ural (RCMP)	Brent	%		Ural (RCMP)	Brent	%
Jan 2006	59.4	63.1	5.8%	Jan 2007	50.0	53.5	6.7%	Jan 2008	89.5	92.0	2.7%
Feb 2006	56.3	60.1	6.3%	Feb 2007	53.4	57.4	7.0%	Feb 2008	91.7	95.0	3.5%
Mar 2006	57.7	62.1	7.1%	Mar 2007	58.9	62.2	5.2%	Mar 2008	99.7	103.7	3.8%
Apr 2006	65.3	70.4	7.2%	Apr 2007	64.0	67.5	5.2%	Apr 2008	105.0	109.0	3.7%
May 2006	64.7	69.9	7.4%	May 2007	64.0	67.2	4.7%	May 2008	117.9	122.7	3.9%
Jun 2006	64.0	68.7	6.8%	Jun 2007	68.7	71.5	3.9%	Jun 2008	127.2	132.4	3.9%
Jul 2006	69.0	73.7	6.3%	Jul 2007	74.7	77.0	3.0%	Jul 2008	129.4	133.1	2.8%
Aug 2006	68.2	73.1	6.8%	Aug 2007	68.9	70.7	2.5%				
Sep 2006	58.4	61.7	5.3%	Sep 2007	74.1	76.9	3.6%				
Oct 2006	54.8	57.8	5.2%	Oct 2007	79.9	82.5	3.2%				
Nov 2006	55.8	58.9	5.4%	Nov 2007	90.5	92.6	2.3%				
Dec 2006	58.3	62.3	6.4%	Dec 2007	88.7	91.0	2.5%				

Izvor: Rukovodstvo NIS-a

Prilikom projektovanja cena sirove nafte izvršili smo uvid te razmotrili sledeće studije relevantne za projekciju cena sirove nafte:

- «The Economist Intelligence Unit», Avgust 2008;
- «Deutsche Bank AG», Global Market Research, 30 jul 2008;



- «Energy Information Agency» (EIA), jun 2008 (International Energy Outlook 2008).
- Commodity Futures Price Quotes For NYMEX Crude Oil (Light) (Globex), 22 Avgust 2008;

Naredna tabela prikazuje sažetak projekcija cena sirove nafte po gore pomenutim izvorima:

**Tabela 5-12 Projekcija kretanje cene sirove nafte prema različitim izvorima:**

Vrsta sirove nafte	Izvor	Jed.	2003 ostv.	2004 ostv.	2005 ostv.	2006 ostv.	2007 ostv.	2008 plan	2009 plan	2010 plan	2011 plan	2012 plan
<b><u>The Economist Intelligence Unit, Avgust 2008:</u></b>												
Oil: Brent	Economist	USD / b	28.9	38.3	54.4	65.4	72.7	120.2	110.0	113.0	115.0	120.0
Oil: Dubai	Economist	USD / b	26.7	33.5	49.2	61.4	68.4	109.3	99.1	101.8	103.6	108.2
Oil: IEA	Economist	USD / b	28.4	37.9	54.0	64.9	72.1	119.2	109.1	112.1	114.1	119.0
Oil: WTI	Economist	USD / b	31.1	41.4	56.4	66.1	72.3	122.4	112.2	115.3	117.3	122.4
<b><u>Deutsche Bank AG - Global Market Research, 30 Jul 2008:</u></b>												
Oil: Brent	Deutsche Bank	USD / b	-	-	-	65.2	72.4	118.2	120.0	100.0	105.0	110.0
<b><u>Commodity Futures Price Quotes For NYMEX Crude Oil (Light) (Globex), 22 Avgust 2008:</u></b>												
Oil: NYMEX (light)(Globex)	Commodity Futures	USD / b	-	-	-	-	-	-	117.0	116.8	116.2	115.7
<b><u>International Energy Outlook 2008:</u></b>												
Crude Oil Price forecast, 2030		113.0 USD / b	referentni scenario									
Crude Oil Price forecast, 2030		186.0 USD / b	scenario s višom cenom									
<b><u>Važeće cene u NIS-u:</u></b>												
Oil: Brent	NIS	USD / b	-	-	-	65.1	72.5	-	-	-	-	-
Oil: Ural (Med)	NIS	USD / b	-	-	-	65.1	72.5	-	-	-	-	-
<b>Oil: Ural (RCMB)</b>	<b>NIS</b>	<b>USD / b</b>	-	-	-	<b>65.1</b>	<b>72.5</b>	-	-	-	-	-
Oil: Ural (Rdam)	NIS	USD / b	-	-	-	65.1	72.5	-	-	-	-	-
Oil: Es Sider	NIS	USD / b	-	-	-	65.1	72.5	-	-	-	-	-
Oil: Tengiz (CPC)	NIS	USD / b	-	-	-	65.1	72.5	-	-	-	-	-

Izvor: «The Economist Intelligence Unit», «Deutsche Bank», «Commodity Futures Price Quotes», International Energy Outlook 2008» (Energy Information Administration), NIS

Bazirano na izvoru projekcije cena sirove nafte, u svrhu procene vrednosti NIS-a, pripremili smo dva scenarija koja su korišćena u projektovanju prihoda od prodaje i troškova NIS-a, kao što sledi:

**1) Scenario 1 – Projekcija kretanja cene sirove nafte na temelju srednje vrednosti projekcija od strane «The Economist Intelligence Unit» i «Deutsche Bank» :**

Prema ovom scenariju, pretpostavljeno je da će se cena sirove nafte (tip: Brent) kretati kao srednja vrednost projekcija pripremljenih od strane «The Economist Intelligence Unit» i «Deutsche Bank». Navedene projekcije su izrađene do 2012. godine, u kojoj srednja vrednost planirane cene sirove nafte iznosi 115 USD po barelu, nakon čega je pretpostavljen godišnji porast cene od 1,5% sukladno predviđenom iznosu inflacije za euro zonu.

**Table 5-13 Projekcija kretanja cene sirove nafte – Scenario 1:**

Tip nafte	Izvor	jed.	2004 actual	2005 actual	2006 actual	2007 actual	2008 plan	2009 plan	2010 plan	2011 plan	2012 plan
Oil: Brent	EIU	USD / b	38.3	54.4	65.4	72.7	120.2	110.0	113.0	115.0	120.0
Oil: Brent	Deutsche Bank	USD / b	-	-	65.2	72.4	118.2	120.0	100.0	105.0	110.0
<b>Median</b>		<b>USD / b</b>	<b>38.3</b>	<b>54.4</b>	<b>65.3</b>	<b>72.6</b>	<b>119.2</b>	<b>115.0</b>	<b>106.5</b>	<b>110.0</b>	<b>115.0</b>

Izvor: «The Economist Intelligence Unit» (August 2008) i «Deutsche Bank AG – Global Market Research» (30. jul 2008)

## **2) Scenario 2 – Projekcija kretanja cene sirove nafte na temelju studije «International Energy Outlook 2008» (EIA, jun 2008):**

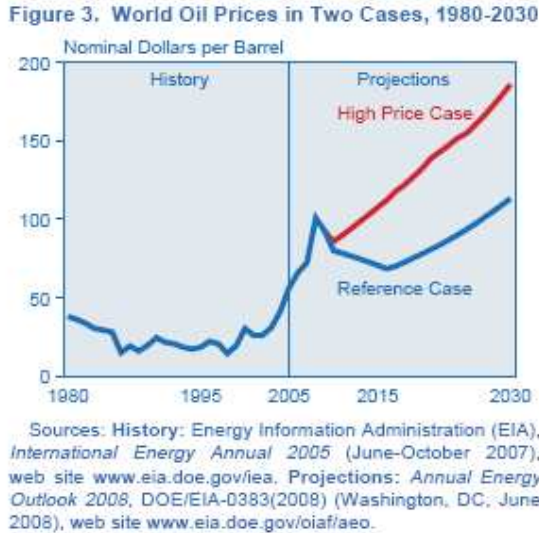
Prema studiji «International Energy Outlook 2008» pripremljenoj od strane službenih energetske statistike američke Vlade («Energy Information Administration» from the U.S. Government, EIA), cena sirove nafte u 2030. godini je projektovana na razini od 186 USD po barelu (scenario s višom cenom) odnosno 113 USD po barelu (referentni scenario).

Prema EIA referentnom scenariju je predviđeno da će cena sirove nafte srednjeročno opadati, kako predviđena nova konvencionalna i nekonvencionana proizvodnja (npr. u Azerbejdžanu, Brazilu, Kanadi, Kazakstanu, SAD-u) bude dolazila na tržište. U konačnici, prema EIA 2008 referentnom scenariju, cena svetske sirove nafte je predviđena da opada s trenutno visokih razina na oko 70 USD po barelu u 2015. godini, nakon čega je predviđen postepeni rast do 113 USD po barelu u 2030. godini.

Pored referentnog scenaria, EIA je izradila i scenario s višom cenom sirove nafte koji je poslužio da se kvantificiraju neizvesnosti povezane s dugoročnom projekcijom kretanja cene sirove nafte. U ovom scenariju, predviđeno je da će svetska cena sirove nafte u 2030. godini iznositi 186 USD dolara po barelu, u nominalnim iznosima, što podrazumeva za gotovo 65% višu cenu u odnosu na referentni scenario (vidi sliku ispod).

Uzevši u obzir trenutna kretanja na svetskom tržištu, prema EIA studiji, realniji su izgledi da je svetska cena sirove nafte na putu ka EIA scenariju s višom cenom nafte (186 USD po barelu u 2030. godini).

Slika 5-6 Projekcija kretanja cene sirove nafte, IEA:



Izvor: *International Energy Outlook 2008* (“Energy Information Administration”)

Uzevši u obzir gore navedeno, u Scenariju 2 smo pretpostavili da će cena sirove nafte u 2008.g. iznositi 119.5 USD po barelu (srednja predviđena cena od strane «The Economist Intelligence Unit» i «Deutsche Bank»), nakon čega je predviđeno da će cena sirove nafte rasti po prosečnoj godišnjoj stopi od 2.04%, koja implicira da će cena sirove nafte s ovako predviđenom stopom rasta iznosila 186 USD u 2030. godini (sukladno projekciji od strane EIA organizacije)

Tabela 5-14 Projekcija kretanja cene sirove nafte – Scenario 2:

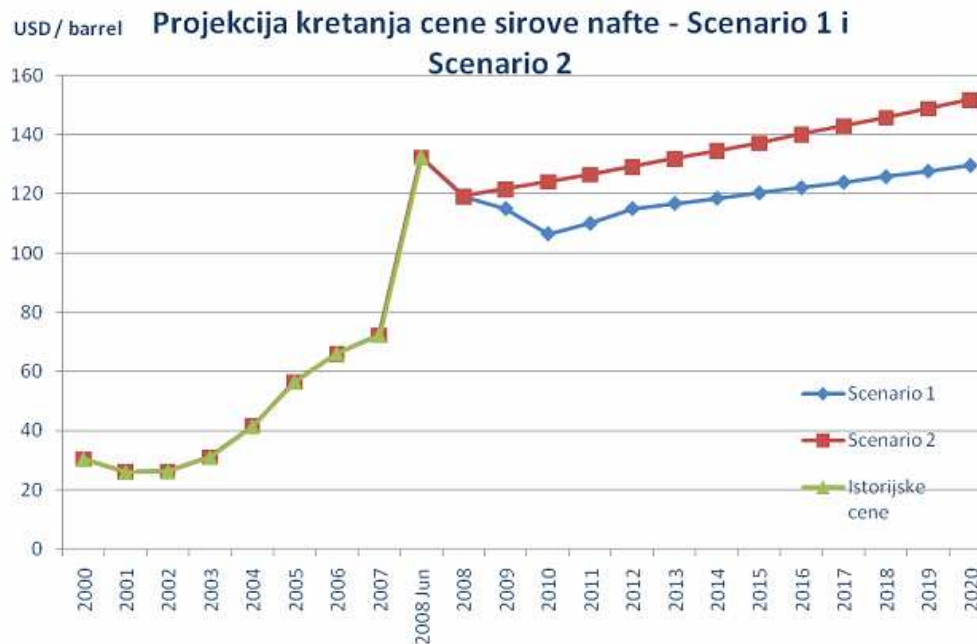
Tip nafte	Jed.	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
		ostv.	ostv.	ostv.	ostv.	ostv.	plan	plan	plan	plan	plan	plan	plan	plan	plan	plan	plan	plan	plan
Oil: Brent	USD / b	28.9	38.3	54.4	65.4	72.7	119.2	121.6	124.1	126.7	129.3	131.9	134.6	137.3	140.1	143.0	145.9	148.9	151.9

Izvor: “The Economist Intelligence Unit” (August 2008) i “Deutsche Bank AG” za 2008.g., implicirana prosečna stopa rasta do 2020.g. prema “EIA”

Buduća da se prikazane projekcije kretanja cene sirove nafte odnose na tip Brent, a da NIS ima referentni tip nafte za Ural (RCMB), pri projekciji kretanja cene sirove nafte tipa Ural (RCMB) korišćena je prosečna istorijska razlika u ceni između ova dva tipa sirove nafte (3.6% prosečno u prvih šest meseci 2008. godine).

Donja slika prikazuje sažetak projekcije kretanja cene sirove nafte prema oba korišćena scenarija:

Tabela 5-15 Projekcija kretanja cene sirove nafte – Scenario 1 i Scenario 2:



Izvor: EIA za istorijske cene

Ovisno o kretanju cene sirove nafte izvršena je i projekcija kretanja cene naftnih derivata (vidi iduću sekciju) kao i projekcija kretanja cene poluproizvoda (prosečna cena poluproizvoda prema evidenciji NIS-a na dan 30 juna 2008. godine je iznosila 729 USD po toni).

Za svaki od gore prikazanih scenarija, izveli smo projekciju budućeg novčanog toka, na temelju kojih smo izvršili procenu fer tržišne vrednosti kapitala NIS-a.

## 5.2.7 Cena naftnih derivata

Pri projekciji cena finalnih proizvoda krenulo se od trenutnih cena naftnih derivata na dan 30 juna 2008 (ne uključujući akcize i poreze) sukladno važećem ceniku NIS-a, koje su u periodu projekcije uvećane ili umanjene proporcionalno porastu (padu) cena sirove nafte.

U nastavku je prikazana projekcija kretanja maloprodajnih i veleprodajnih cena naftnih derivata sukladno prethodno opisanim pretpostavkama Scenarija 1 i Scenarija 2:

**Tabela 5-16 Projekcija maloprodajnih i veleprodajnih cena naftnih derivata – Scenario 1:**

### **- Maloprodajne cene:**

		2008 2P	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
TNG	USD / t	403	389	360	372	389	395	401	407	413	419	425	432	438
Propilen	USD / t	1,051	1,013	939	969	1,013	1,029	1,044	1,060	1,076	1,092	1,108	1,125	1,142
Primarni benzin	USD / t	860	830	768	794	830	842	855	868	881	894	907	921	935
Mlazno gorivo GM-1	USD / t	1,294	1,248	1,156	1,194	1,248	1,267	1,286	1,305	1,325	1,345	1,365	1,385	1,406
Motorni benzini														
-olovni benzini	USD / t	1,394	1,345	1,246	1,287	1,345	1,365	1,386	1,406	1,428	1,449	1,471	1,493	1,515
-bezolovni benzini	USD / t	1,349	1,302	1,205	1,245	1,302	1,321	1,341	1,361	1,381	1,402	1,423	1,445	1,466
Dizel goriva														
-D-2	USD / t	1,341	1,293	1,198	1,237	1,293	1,313	1,332	1,352	1,373	1,393	1,414	1,435	1,457
-NSD	USD / t	1,517	1,463	1,355	1,400	1,463	1,485	1,508	1,530	1,553	1,577	1,600	1,624	1,649
-EL	USD / t	1,676	1,617	1,498	1,547	1,617	1,641	1,666	1,691	1,716	1,742	1,768	1,795	1,822
Mazuti														
- Mazut S	USD / t	729	703	651	673	703	714	725	735	746	758	769	781	792
- Mazut NSGS	USD / t	568	548	507	524	548	556	564	573	581	590	599	608	617
Bitumeni														
-Putni	USD / t	632	610	564	583	610	619	628	637	647	657	666	676	687
-Industrijski	USD / t	616	594	550	568	594	603	612	621	631	640	650	660	669
Ulja i maziva	USD / t	1,725	1,664	1,541	1,592	1,664	1,689	1,715	1,740	1,767	1,793	1,820	1,847	1,875
Aromati	USD / t	1,397	1,348	1,248	1,289	1,348	1,368	1,388	1,409	1,430	1,452	1,474	1,496	1,518
Ostalo	USD / t	1,103	1,064	986	1,018	1,064	1,080	1,097	1,113	1,130	1,147	1,164	1,181	1,199

### **- Veleprodajne cene:**

		2008 2P	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
TNG	USD / t	403	389	360	372	389	395	401	407	413	419	425	432	438
Propilen	USD / t	1,051	1,013	939	969	1,013	1,029	1,044	1,060	1,076	1,092	1,108	1,125	1,142
Primarni benzin	USD / t	860	830	768	794	830	842	855	868	881	894	907	921	935
Mlazno gorivo GM-1	USD / t	1,294	1,248	1,156	1,194	1,248	1,267	1,286	1,305	1,325	1,345	1,365	1,385	1,406
Motorni benzini														
-olovni benzini	USD / t	1,274	1,229	1,138	1,175	1,229	1,247	1,266	1,285	1,304	1,324	1,344	1,364	1,384
-bezolovni benzini	USD / t	1,233	1,189	1,101	1,137	1,189	1,207	1,225	1,243	1,262	1,281	1,300	1,320	1,340
Dizel goriva														
-D-2	USD / t	1,234	1,191	1,103	1,139	1,191	1,209	1,227	1,245	1,264	1,283	1,302	1,322	1,341
-NSD	USD / t	1,410	1,360	1,260	1,301	1,360	1,381	1,401	1,422	1,444	1,465	1,487	1,510	1,532
-EL	USD / t	1,570	1,515	1,403	1,449	1,515	1,537	1,560	1,584	1,608	1,632	1,656	1,681	1,706
Mazuti														
- Mazut S	USD / t	729	703	651	673	703	714	725	735	746	758	769	781	792
- Mazut NSGS	USD / t	568	548	507	524	548	556	564	573	581	590	599	608	617
Bitumeni														
-Putni	USD / t	632	610	564	583	610	619	628	637	647	657	666	676	687
-Industrijski	USD / t	616	594	550	568	594	603	612	621	631	640	650	660	669
Ulja i maziva	USD / t	1,725	1,664	1,541	1,592	1,664	1,689	1,715	1,740	1,767	1,793	1,820	1,847	1,875
Aromati	USD / t	1,397	1,348	1,248	1,289	1,348	1,368	1,388	1,409	1,430	1,452	1,474	1,496	1,518
Ostalo	USD / t	1,103	1,064	986	1,018	1,064	1,080	1,097	1,113	1,130	1,147	1,164	1,181	1,199
Cena gasa	USD / 000 m <sup>3</sup>	311	300	278	287	300	304	309	313	318	323	328	333	338

Izvor: Izvedeno na temelju važećih cena naftnih derivata NIS-a i projekcije cene sirove nafte

Projekcija kretanja maloprodajnih i veleprodajnih cena naftnih derivata prema Scenariju 2 je prikazana u dolje prezentiranim tabelama:

**Tabela 5-17 Projekcija maloprodajnih i veleprodajnih cena naftnih derivata – Scenario 2:**

**- Maloprodajne cene:**

		2008 2P	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
TNG	USD / t	403	411	420	428	437	446	455	464	474	484	493	504	514
Propilen	USD / t	1,051	1,072	1,094	1,116	1,139	1,162	1,186	1,210	1,235	1,260	1,286	1,312	1,339
Primarni benzin	USD / t	860	878	895	914	932	951	971	991	1,011	1,032	1,053	1,074	1,096
Mlazno gorivo GM-1	USD / t	1,294	1,320	1,347	1,375	1,403	1,432	1,461	1,491	1,521	1,552	1,584	1,616	1,649
Motorni benzini														
-olovni benzini	USD / t	1,394	1,423	1,452	1,481	1,512	1,543	1,574	1,606	1,639	1,673	1,707	1,742	1,777
-bezolovni benzini	USD / t	1,349	1,377	1,405	1,434	1,463	1,493	1,523	1,554	1,586	1,618	1,652	1,685	1,720
Dizel goriva														
-D-2	USD / t	1,341	1,368	1,396	1,424	1,454	1,483	1,514	1,544	1,576	1,608	1,641	1,675	1,709
-NSD	USD / t	1,517	1,548	1,580	1,612	1,645	1,678	1,713	1,748	1,783	1,820	1,857	1,895	1,934
-EL	USD / t	1,676	1,711	1,745	1,781	1,818	1,855	1,893	1,931	1,971	2,011	2,052	2,094	2,137
Mazuti														
- Mazut S	USD / t	729	744	759	775	790	807	823	840	857	875	892	911	929
- Mazut NSGS	USD / t	568	579	591	603	615	628	641	654	667	681	695	709	723
Bitumeni														
-Putni	USD / t	632	645	658	671	685	699	713	728	743	758	773	789	805
-Industrijski	USD / t	616	629	641	655	668	682	695	710	724	739	754	769	785
Ulja i maziva	USD / t	1,725	1,761	1,797	1,833	1,871	1,909	1,948	1,988	2,028	2,070	2,112	2,155	2,199
Aromati	USD / t	1,397	1,426	1,455	1,484	1,515	1,546	1,577	1,609	1,642	1,676	1,710	1,745	1,781
Ostalo	USD / t	1,103	1,126	1,149	1,172	1,196	1,221	1,246	1,271	1,297	1,324	1,351	1,378	1,406

**- Veleprodajne cene:**

		2008 2P	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
TNG	USD / t	403	411	420	428	437	446	455	464	474	484	493	504	514
Propilen	USD / t	1,051	1,072	1,094	1,116	1,139	1,162	1,186	1,210	1,235	1,260	1,286	1,312	1,339
Primarni benzin	USD / t	860	878	895	914	932	951	971	991	1,011	1,032	1,053	1,074	1,096
Mlazno gorivo GM-1	USD / t	1,294	1,320	1,347	1,375	1,403	1,432	1,461	1,491	1,521	1,552	1,584	1,616	1,649
Motorni benzini														
-olovni benzini	USD / t	1,274	1,300	1,326	1,353	1,381	1,409	1,438	1,467	1,497	1,528	1,559	1,591	1,624
-bezolovni benzini	USD / t	1,233	1,258	1,284	1,310	1,337	1,364	1,392	1,420	1,449	1,479	1,509	1,540	1,571
Dizel goriva														
-D-2	USD / t	1,234	1,260	1,285	1,312	1,338	1,366	1,394	1,422	1,451	1,481	1,511	1,542	1,573
-NSD	USD / t	1,410	1,439	1,468	1,498	1,529	1,560	1,592	1,625	1,658	1,692	1,726	1,761	1,797
-EL	USD / t	1,570	1,602	1,635	1,668	1,702	1,737	1,773	1,809	1,846	1,884	1,922	1,961	2,001
Mazuti														
- Mazut S	USD / t	729	744	759	775	790	807	823	840	857	875	892	911	929
- Mazut NSGS	USD / t	568	579	591	603	615	628	641	654	667	681	695	709	723
Bitumeni														
-Putni	USD / t	632	645	658	671	685	699	713	728	743	758	773	789	805
-Industrijski	USD / t	616	629	641	655	668	682	695	710	724	739	754	769	785
Ulja i maziva	USD / t	1,725	1,761	1,797	1,833	1,871	1,909	1,948	1,988	2,028	2,070	2,112	2,155	2,199
Aromati	USD / t	1,397	1,426	1,455	1,484	1,515	1,546	1,577	1,609	1,642	1,676	1,710	1,745	1,781
Ostalo	USD / t	1,103	1,126	1,149	1,172	1,196	1,221	1,246	1,271	1,297	1,324	1,351	1,378	1,406

		2008 2P	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Cena gasa	USD / 000 m <sup>3</sup>	311	317	324	330	337	344	351	358	365	373	380	388	396

Izvor: Izvedeno na temelju važećih cena naftnih derivata NIS-a i projekcije cene sirove nafte

Gore prikazane cene ne obuhvaćaju akcize i poreze budući da isti imaju neutralan efekat na novčani tok preduzeća.

Struktura prodaje naftnih derivata između maloprodaje i veleprodaje je planirana na temelju strukture ostvarene u 2007. godini, kao što je prikazano u sledećoj tabeli:

**Tabela 5-18 Udeo maloprodaje u ukupnoj prodaji:**

	2008 2P	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
TNG	98.5%	98.5%	98.5%	98.5%	98.5%	98.5%	98.5%	98.5%	98.5%	98.5%	98.5%	98.5%	98.5%
Propilen	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Primarni benzin	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Mlazno gorivo GM-1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Motorni benzini													
-olovni benzini	67.5%	67.5%	67.5%	67.5%	67.5%	67.5%	67.5%	67.5%	67.5%	67.5%	67.5%	67.5%	67.5%
-bezolovni benzini	48.8%	48.8%	48.8%	48.8%	48.8%	48.8%	48.8%	48.8%	48.8%	48.8%	48.8%	48.8%	48.8%
Dizel goriva													
-D-2	44.9%	44.9%	44.9%	44.9%	44.9%	44.9%	44.9%	44.9%	44.9%	44.9%	44.9%	44.9%	44.9%
-NSD	65.1%	65.1%	65.1%	65.1%	65.1%	65.1%	65.1%	65.1%	65.1%	65.1%	65.1%	65.1%	65.1%
-EL	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%
Mazuti													
- Mazut S	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
- Mazut NSGS	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Bitumeni													
-Putni	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
-Industrijski	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Ulja i maziva	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%
Aromati	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Ostalo	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%

Izvor: Rukovodstvo NIS-a

Na maloprodajne cene naftnih derivata obračunati su sledeći prosečni rabati, sukladno prosečno odobrenim količinskim rabatima na naftne derivate u 2007. godini:

**Tabela 5-19 Prosečno odobreni količinski rabati na naftne derivate (RSD/litar):**

	2008 2P	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
TNG	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Propilen	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Primarni benzin	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Mlazno gorivo GM-1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Motorni benzini													
-olovni benzini	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
-bezolovni benzini	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
Dizel goriva													
-D-2	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
-NSD	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
-EL	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Mazuti													
- Mazut S	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
- Mazut NSGS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Bitumeni													
-Putni	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
-Industrijski	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
Ulja i maziva	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Aromati	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Ostalo	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Izvor: Rukovodstvo NIS-a

## 5.2.8 Makroekonomske i ostale pretpostavke

U sklopu izrade finansijskih projekcija korišćene su sledeće makroekonomske pretpostavke:

**Tabela 5-20 Makroekonomske pretpostavke:**

	2009	2010	2011	2012
EUR/USD	0.633	0.633	0.633	0.633
RSD/EUR	78.978	78.978	78.978	78.978
RSD/USD	50.012	50.012	50.012	50.012

	2009	2010	2011	2012
Realna stopa rasta BDP-a, Srbija	6.0%	5.0%	4.8%	4.5%
Inflacija, Srbija	7.2%	5.1%	4.3%	3.8%
Inflacija, Euro zona	2.3%	1.8%	1.6%	1.5%

Izvor: Narodna Banka Srbije (kursna lista), The Economist Intelligence Unit (ostalo)

Nakon 2012. godine pretpostavljeni su isti iznosi gore navedenih makroekonomskih varijabli.

Osnovne relevantne merne jedinice za konverziju su prikazane u sledećoj tabeli (faktor konverzije se odnosi na uvozu naftu tipa Ural RCMB):

**Tabela 5-21 Faktori konverzije:**

Faktori konverzije	
Barel / tona	7.31
litre / tona	1,162
m <sup>3</sup> / tona	1,256

Izvor: Rukovodstvo NIS-a



## 5.3 Projekcija prihoda

### 5.3.1 Prihodi od maloprodaje i veleprodaje naftnih derivata na domaćem tržištu

Na temelju navedenih pretpostavki o planiranoj količini prodaje naftnih derivata (vidi sekciju 5.2.4 i planiranim maloprodajnim odnosno veleprodajnim cenama (vidi sekciju 5.2.7), NIS planira od prodaje naftnih derivata na domaćem tržištu u periodu projekcije ostvariti sledeće iznose prihoda:

**Tabela 5-22 Projekcija prihoda od prodaje naftnih derivata na domaćem tržištu – Scenario 1:**

		2008 2P	2009	2010	2011	2012
TNG	USD	41,128,881	79,715,173	77,424,312	83,869,689	91,959,116
Propilen	USD	9,437,850	22,092,507	20,647,285	23,255,822	26,330,876
Primarni benzin	USD	121,403,390	221,681,654	308,438,974	315,192,680	583,962,939
Mlazno gorivo GM-1	USD	39,913,249	73,647,056	75,139,535	84,632,516	95,823,242
Motorni benzini	USD	310,529,573	569,940,993	538,197,771	579,435,051	642,998,400
-olovni benzini	USD	120,037,867	197,534,017	148,916,862	125,313,269	106,744,932
-bezolovni benzini	USD	190,491,706	372,406,976	389,280,909	454,121,782	536,253,468
Dizel goriva	USD	710,363,402	1,461,938,170	1,598,945,815	1,711,742,910	1,853,137,535
-D-2	USD	457,074,812	788,350,653	717,278,747	728,847,960	749,730,470
-NSD	USD	187,534,311	561,427,264	778,835,622	877,746,176	994,578,083
-EL	USD	65,754,279	112,160,253	102,831,446	105,148,774	108,828,981
<b>Svega MB i SD:</b>	<b>USD</b>	<b>1,020,892,975</b>	<b>2,031,879,163</b>	<b>2,137,143,587</b>	<b>2,291,177,961</b>	<b>2,496,135,935</b>
Mazuti	USD	186,343,728	318,465,395	293,024,011	300,735,373	312,448,189
- Mazut S	USD	160,674,985	274,703,916	251,686,538	257,185,472	266,008,158
- Mazut NSGS	USD	25,668,744	43,761,478	41,337,473	43,549,901	46,440,031
Bitumeni	USD	68,771,642	113,483,810	111,095,684	125,131,294	141,677,064
-Putni	USD	67,031,733	109,773,751	106,629,096	120,100,406	135,980,955
-Industrijski	USD	1,739,909	3,710,059	4,466,588	5,030,888	5,696,109
Ulja i maziva	USD	8,052,409	17,485,145	17,148,454	19,314,956	21,868,920
Aromati	USD	2,226,797	4,707,346	4,511,673	5,081,669	5,753,604
Ostalo	USD	1,502,735	3,964,141	3,863,372	4,351,462	4,926,844
<b>Ukupni prihod</b>	<b>USD</b>	<b>1,499,673,656</b>	<b>2,887,121,388</b>	<b>3,048,436,887</b>	<b>3,252,743,423</b>	<b>3,780,886,729</b>

Izvor: Izvedeno na temelju pretpostavki dobivenih od preduzeća NIS a.d.

**Tabela 5-23 Projekcija prihoda od prodaje naftnih derivata na domaćem tržištu – Scenario 2:**

		2008 2P	2009	2010	2011	2012
TNG	USD	41,128,881	84,321,373	90,241,041	96,576,292	103,356,300
Propilen	USD	9,437,850	23,369,083	24,065,212	26,779,175	29,594,259
Primarni benzin	USD	121,403,390	234,491,135	359,497,595	362,945,666	656,337,854
Mlazno gorivo GM-1	USD	39,913,249	77,902,621	87,578,044	97,454,689	107,699,337
Motorni benzini	USD	310,529,573	603,075,128	627,866,304	667,761,382	723,151,343
-olovni benzini	USD	120,037,867	209,030,990	173,761,639	144,442,810	120,070,627
-bezolovni benzini	USD	190,491,706	394,044,138	454,104,665	523,318,572	603,080,716
Dizel goriva	USD	710,363,402	1,547,507,128	1,867,531,611	1,974,820,193	2,086,013,526
-D-2	USD	457,074,812	834,445,056	837,540,230	840,643,065	843,753,639
-NSD	USD	187,534,311	594,420,838	910,137,340	1,013,097,883	1,119,942,912
-EL	USD	65,754,279	118,641,235	119,854,041	121,079,246	122,316,975
<b>Svega MB i SD:</b>	<b>USD</b>	<b>1,020,892,975</b>	<b>2,150,582,257</b>	<b>2,495,397,916</b>	<b>2,642,581,576</b>	<b>2,809,164,869</b>
Mazuti	USD	186,343,728	336,867,354	341,530,857	346,298,018	351,172,240
- Mazut S	USD	160,674,985	290,577,196	293,350,428	296,150,128	298,976,548
- Mazut NSGS	USD	25,668,744	46,290,158	48,180,429	50,147,890	52,195,693
Bitumeni	USD	68,771,642	120,041,271	129,486,332	144,089,200	159,236,167
-Putni	USD	67,031,733	116,116,833	124,280,350	138,296,111	152,834,096
-Industrijski	USD	1,739,909	3,924,438	5,205,982	5,793,089	6,402,071
Ulja i maziva	USD	8,052,409	18,495,493	19,987,189	22,241,251	24,579,299
Aromati	USD	2,226,797	4,979,352	5,258,530	5,851,563	6,466,692
Ostalo	USD	1,502,735	4,193,202	4,502,910	5,010,727	5,537,465
<b>Ukupni prihod</b>	<b>USD</b>	<b>1,499,673,656</b>	<b>3,055,243,140</b>	<b>3,557,545,625</b>	<b>3,749,828,156</b>	<b>4,253,144,482</b>

*Izvor: Izvedeno na temelju pretpostavki dobivenih od preduzeća NIS a.d.*

## 5.3.2 Prihodi od izvoza

Na temelju navedenih pretpostavki o planiranoj količini uvoza i izvoza naftnih derivata (vidi sekciju 5.2.5), te planiranim cenama naftnih derivata (vidi sekciju 5.2.7), NIS planira od izvoza naftnih derivata u periodu projekcije ostvariti sledeće iznose prihoda:

**Tabela 5-24 Projekcija prihoda od izvoza naftnih derivata – Scenario 1:**

		2008 2P	2009	2010	2011	2012
TNG	USD	0	0	0	0	0
Propilen	USD	965,102	13,549,044	15,734,536	7,743,202	48,705,698
Primarni benzin	USD	0	0	0	0	0
Mlazno gorivo GM-1	USD	9,959,364	15,852,621	17,339,808	0	141,345,392
Motorni benzini						
-olovni benzini	USD	6,610,604	33,670,531	1,173,442	32,170,282	0
-bezolovni benzini	USD	0	143,517,152	278,309,671	255,528,277	535,448,504
Dizel goriva						
-D-2	USD	51,190,967	165,824,340	153,020,792	255,461,747	0
-NSD	USD	0	0	0	0	1,051,118,625
-EL	USD	4,623,922	12,222,809	19,369,613	34,640,595	27,665,729
Mazuti	USD					
- Mazut S	USD	0	0	0	145,006,238	219,468,624
- Mazut NSGS	USD	0	25,095,164	34,856,705	39,857,629	0
Bitumeni						
-Putni	USD	1,197,579	936,911	11,913,094	0	8,035,152
-Industrijski	USD	252,901	0	0	0	0
Ulja i maziva	USD	0	0	0	0	0
Aromati	USD	34,681,711	44,175,439	42,101,135	50,677,385	106,305,958
<b>Ukupno izvoz</b>	<b>USD</b>	<b>109,482,148</b>	<b>454,844,011</b>	<b>573,818,798</b>	<b>821,085,356</b>	<b>2,138,093,682</b>

Izvor: Izvedeno na temelju pretpostavki dobivenih od preduzeća NIS a.d.

**Tabela 5-25 Projekcija prihoda od izvoza naftnih derivata – Scenario 2:**

		2008 2P	2009	2010	2011	2012
TNG	USD	0	0	0	0	0
Propilen	USD	965,102	14,331,952	18,339,213	8,916,329	54,742,161
Primarni benzin	USD	0	0	0	0	0
Mlazno gorivo GM-1	USD	9,959,364	16,768,637	20,210,219	0	158,863,388
Motorni benzini						
-olovni benzini	USD	6,610,604	35,616,123	1,367,692	37,044,212	0
-bezolovni benzini	USD	0	151,810,036	324,380,723	294,241,861	601,810,661
Dizel goriva						
-D-2	USD	51,190,967	175,406,206	178,351,672	294,165,252	0
-NSD	USD	0	0	0	0	1,181,391,654
-EL	USD	4,623,922	12,929,083	22,576,036	39,888,788	31,094,551
Mazuti	USD					
- Mazut S	USD	0	0	0	166,975,279	246,669,020
- Mazut NSGS	USD	0	26,545,243	40,626,843	45,896,223	0
Bitumeni						
-Putni	USD	1,197,579	991,049	13,885,173	0	9,031,008
-Industrijski	USD	252,901	0	0	0	0
Ulja i maziva	USD	0	0	0	0	0
Aromati	USD	34,681,711	46,728,038	49,070,507	58,355,217	119,481,254
<b>Ukupno izvoz</b>	<b>USD</b>	<b>109,482,148</b>	<b>481,126,367</b>	<b>668,808,080</b>	<b>945,483,161</b>	<b>2,403,083,697</b>

Izvor: Izvedeno na temelju pretpostavki dobivenih od preduzeća NIS a.d.

Kao što se može videti iz prethodnih tabela, prihod od izvoza se planira značajno povećati u 2012. godini kada je planiran završetak procesa modernizacije rafinerija.

### 5.3.3 Prihodi od uslužne prerade nafte

Na temelju navedenih pretpostavki o planiranoj količini uslužne prerade nafte za treća lica (vidi sekciju 6.1.2), te planiranoj ceni usluge prerade (33 USD po barelu prerađene nafte na dan 30. juna 2008.g.), NIS planira od usluge prerade i dorade za treća lica ostvariti sledeće iznose prihoda:

**Tabela 5-26 Projekcija prihoda od uslužne prerade nafte:**

		2008 2P	2009	2010	2011
Ukupna uslužna prerada	t	298,000	600,000	600,000	600,000
Naknada po barelu	USD	33	35	37	39
Naknada po toni	USD	241	254	273	287
<b>Ukupni prihod</b>	<b>USD</b>	<b>71,886,492</b>	<b>152,698,590</b>	<b>163,692,888</b>	<b>172,041,226</b>
<b>Ukupni prihod</b>	<b>RSD 000</b>	<b>3,595,166</b>	<b>7,636,716</b>	<b>8,186,560</b>	<b>8,604,074</b>

Izvor: Izvedeno na temelju pretpostavki dobivenih od preduzeća NIS a.d.

Nakon 2008. godine pretpostavljeno je da će cena usluge prerade i dorade nafte porasti za stopu inflacije. Nakon 2011. godine pretpostavljeno je da će NIS prestati s uslužnom preradom sirove nafte.

## 5.3.4 Prihodi od prodaje nafte iz Angole

Na temelju navedenih pretpostavki o planiranoj količini proizvodnje sirove nafte na naftnim poljima NIS-a u Angoli (vidi sekciju 5.2.1), te planiranoj ceni sirove nafte (vidi sekciju 5.2.6), NIS planira od prodaje sirove nafte iz Angole ostvariti sledeće iznose prihoda:

**Tabela 5-27 Projekcija prihoda od prodaje sirove nafte iz Angole – Scenario 1:**

		2008 2P	2009	2010	2011	2012
Prihod od prodaje sirove nafte iz Angole	USD	37,767,625	63,732,461	55,396,305	55,500,336	56,282,386

Izvor: Izvedeno na temelju pretpostavki dobivenih od preduzeća NIS a.d.

**Tabela 5-28 Projekcija prihoda od prodaje sirove nafte iz Angole – Scenario 2:**

		2008 2P	2009	2010	2011	2012
Prihod od prodaje sirove nafte iz Angole	USD	37,767,625	67,415,128	64,566,544	63,908,865	63,257,885

Izvor: Izvedeno na temelju pretpostavki dobivenih od preduzeća NIS a.d.

## 5.3.5 Prihodi od prodaje gasa

Na temelju navedenih pretpostavki o planiranoj količini proizvodnje gasa (vidi poglavlje 6.1.1), te planiranoj ceni gasa (vidi poglavlje 6.1.7), NIS planira od prodaje gasa ostvariti sledeći iznos prihoda:

**Tabela 5-29 Projekcija prihoda od prodaje gasa – Scenario 1:**

		2008 2P	2009	2010	2011	2012
Prihod od prodaje gasa	USD	32,178,428	48,793,854	40,261,716	40,337,325	40,905,714

Izvor: Izvedeno na temelju pretpostavki dobivenih od preduzeća NIS a.d.

**Tabela 5-30 Projekcija prihoda od prodaje gasa – Scenario 2:**

		2008 2P	2009	2010	2011	2012
Prihod od prodaje gasa	USD	32,178,428	51,613,320	46,926,593	46,448,595	45,975,467

Izvor: Izvedeno na temelju pretpostavki dobivenih od preduzeća NIS a.d.

## 5.3.6 Ostali prihodi

Sledeća tabela prikazuje projekciju ostalih prihoda NIS-a:

**Tabela 5-31 Projekcija ostalih prihoda:**

		2008 2P	2009	2010	2011	2012
Naftagas - proizvodi i usluge	USD	8,734,134	17,729,329	18,137,103	18,554,257	18,981,005
Naftagas - ostali prihodi	USD	6,527,445	13,630,048	14,325,181	14,941,164	15,508,928
Roba široke potrošnje - distribucija	USD	13,152,656	28,611,208	31,500,941	34,351,776	37,202,973

Izvor: Izvedeno na temelju pretpostavki dobivenih od preduzeća NIS a.d.

Projekcija prihoda Naftagasa od plasmana proizvoda i usluga na domaćem i stranom tržištu je uvećana za stopu inflacije (euro zona) u odnosu na ostvarene prihode u 2007. godini, dok su ostali prihodi Naftagasa uvećani za stopu domaće inflacije u odnosu na ostvarene prihode u 2007. godini.

Prihodi od prodaje robe široke potrošnje su uvećani za stopu rasta realnog BDP-a, uvećanu za stopu inflacije. Pri projekciji prihoda od prodaje robe široke potrošnje pretpostavljeno je ostvarivanje iste razine marži kao u 2007. godini.

### 5.3.7 Sažetak ukupnih prihoda

Na temelju navedenih pretpostavki elaboriranih u poglavlju 5.2, NIS planira u periodu projekcije ostvariti sledeće iznose prihoda:

**Tabela 5-32 Sažetak projekcije prihoda – Scenario 1:**

		2008 2P	2009	2010	2011	2012
Prihod od prodaje derivata na domaćem tržištu	USD	1,499,673,656	2,887,121,388	3,048,436,887	3,252,743,423	3,780,886,729
Prihod od izvoza naftnih derivata	USD	109,482,148	454,844,011	573,818,798	821,085,356	2,138,093,682
Prihod od uslužne prerade nafte	USD	71,886,492	152,698,590	163,692,888	172,041,226	0
Prihod od prodaje nafte iz Angole	USD	37,767,625	63,732,461	55,396,305	55,500,336	56,282,386
Prihod od prodaje gasa	USD	32,178,428	48,793,854	40,261,716	40,337,325	40,905,714
Ostali prihodi Naftagasa	USD	15,261,579	31,359,377	32,462,284	33,495,420	34,489,932
Prihod od prodaje robe široke potrošnje	USD	13,152,656	28,611,208	31,500,941	34,351,776	37,202,973
<b>Ukupni operativni prihodi NIS-a</b>	<b>USD</b>	<b>1,779,402,584</b>	<b>3,667,160,889</b>	<b>3,945,569,819</b>	<b>4,409,554,861</b>	<b>6,087,861,417</b>

Izvor: Izvedeno na temelju pretpostavki dobivenih od preduzeća NIS a.d.

**Tabela 5-33 Sažetak projekcije prihoda – Scenario 2:**

		2008 2P	2009	2010	2011	2012
Prihod od prodaje derivata na domaćem tržištu	USD	1,499,673,656	3,055,243,140	3,557,545,625	3,749,828,156	4,253,144,482
Prihod od izvoza naftnih derivata	USD	109,482,148	481,126,367	668,808,080	945,483,161	2,403,083,697
Prihod od uslužne prerade nafte	USD	71,886,492	152,698,590	163,692,888	172,041,226	0
Prihod od prodaje nafte iz Angole	USD	37,767,625	67,415,128	64,566,544	63,908,865	63,257,885
Prihod od prodaje gasa	USD	32,178,428	51,613,320	46,926,593	46,448,595	45,975,467
Ostali prihodi Naftagasa	USD	15,261,579	31,359,377	32,462,284	33,495,420	34,489,932
Prihod od prodaje robe široke potrošnje	USD	13,152,656	28,611,208	31,500,941	34,351,776	37,202,973
<b>Ukupni operativni prihodi NIS-a</b>	<b>USD</b>	<b>1,779,402,584</b>	<b>3,868,067,131</b>	<b>4,565,502,954</b>	<b>5,045,557,199</b>	<b>6,837,154,437</b>

Izvor: Izvedeno na temelju pretpostavki dobivenih od preduzeća NIS a.d.

## 5.4 Projekcija troškova

### 5.4.1 Trošak nabavke uvozne nafte i poluproizvoda

Na temelju navedenih pretpostavki o potrebnoj količini nabavke uvozne sirove nafte i potrebnoj količini nabavke poluproizvoda (vidi sekciju 5.2.3), te planiranoj ceni sirove nafte i poluproizvoda (vidi sekciju 5.2.6), planirani troškovi nabavke uvozne nafte i poluproizvoda su prikazani u sledećoj tabeli:

**Tabela 5-34 Projekcija troškova nabavke uvozne sirove nafte i poluproizvoda – Scenario 1:**

SCENARIO 1:		2008 2P	2009	2010	2011	2012
Troškovi nabavke uvozne sirove nafte	USD 000	-871,245	-1,943,384	-2,102,466	-2,381,524	-3,514,423
Troškovi nabavke poluproizvoda	USD 000	-114,982	-76,566	-101,877	-154,029	-260,761

*Izvor: Izvedeno na temelju pretpostavki dobivenih od preduzeća NIS a.d.*

**Tabela 5-35 Projekcija troškova nabavke uvozne sirove nafte i poluproizvoda – Scenario 2:**

SCENARIO 2:		2008 2P	2009	2010	2011	2012
Troškovi nabavke uvozne sirove nafte	USD 000	-871,245	-2,055,679	-2,450,506	-2,742,335	-3,949,992
Troškovi nabavke poluproizvoda	USD 000	-114,982	-80,990	-118,742	-177,366	-293,079

*Izvor: Izvedeno na temelju pretpostavki dobivenih od preduzeća NIS a.d.*

## 5.4.2 Trošak nabavke uvoznih naftnih derivata

Na temelju navedenih pretpostavki o potrebnoj količini uvoza naftnih derivata (vidi sekciju 5.2.5), te planiranoj ceni naftnih derivata (vidi sekciju 5.2.7), planirani troškovi nabavke uvoznih naftnih derivata su prikazani u sledećoj tabeli:

**Tabela 5-36 Projekcija troškova nabavke uvoznih naftnih derivata – Scenario 1:**

SCENARIO 1:		2008 2P	2009	2010	2011	2012
Troškovi nabavke uvoznih naftnih derivata	USD 000	-83,662	-327,776	-437,413	-486,602	-757,249

Izvor: Izvedeno na temelju pretpostavki dobivenih od preduzeća NIS a.d.

**Tabela 5-37 Projekcija troškova nabavke uvoznih naftnih derivata – Scenario 2:**

SCENARIO 2:		2008 2P	2009	2010	2011	2012
Troškovi nabavke uvoznih naftnih derivata	USD 000	-83,662	-346,716	-509,822	-560,325	-851,101

Izvor: Izvedeno na temelju pretpostavki dobivenih od preduzeća NIS a.d.

## 5.4.3 Troškovi proizvodnje sopstvene sirove nafte i gasa

Troškovi proizvodnje NIS-Naftagasa (sopstvena sirova nafte i gas) su varijabilni troškovi koji ovise o količini proizvedene sirove nafte i gasa. Kao što se može videti iz sledećih tabela, u 2007. godini su prosečni troškovi nastali po osnovu proizvodnje nafte i gasa iznosili 2.784 RSD po toni u Srbiji, te 23.286 RSD po toni proizvedene nafte u Angoli. Kao što se može videti iz tabela ispod, proizvodni troškovi po toni su veći u Angoli s obzirom na veće troškove koncesijskih naknada u odnosu na iste troškove na domaćem tržištu. Koncesijski troškovi su uključeni u kalkulaciji jediničnih troškova proizvodnje nafte u Angoli, dok je za koncesijske troškove za Srbiju izvedena posebna kalkulacija. Pri projekciji budućeg kretanja troškova proizvodnje pretpostavljeno je da će jedinični troškovi proizvodnje rasti sukladno promenama cene sirove nafte (kao bazna godina za projekciju uzeta je 2007. godina):



**Tabela 5-38 Projekcija jediničnih troškova proizvodnje sopstvene sirove nafte i gasa, Srbija – Scenario 1:**

		2005	2006	2007	2008 1P	2008 2P	2009	2010	2011	2012
Nabavna vrednost prodate robe	RSD / t	-	-	-	-	0	0	0	0	0
Materijal za izradu	RSD / t	620	691	629	747	568	548	507	524	548
Rezervni delovi	RSD / t	696	724	587	500	530	511	474	489	511
Materijal za ugost.objekte	RSD / t	-	1	18	8	17	16	15	15	16
Gorivo i energija (deo)	RSD / t	766	868	735	222	664	641	593	613	641
Troškovi naknada po ugovoru o delu	RSD / t	35	45	1	0	1	1	1	1	1
Troškovi naknade po autorskim ugovorima	RSD / t	4	0	-	-	0	0	0	0	0
Trošk. naknade po ug.o privrem.i povrem.poslov.	RSD / t	-	-	-	-	0	0	0	0	0
Trošk. naknade fiz.licima po osnovu ostalih ugov.	RSD / t	5	7	8	8	7	7	6	6	7
Dnevnice za sl.putovanje	RSD / t	76	126	133	100	120	116	107	111	116
Troškovi prevoza na sl.putu	RSD / t	16	13	86	8	78	75	69	72	75
Naknada za smeštaj i ishranu na terenu	RSD / t	155	163	0	20	0	0	0	0	0
Transportne usluge (deo)	RSD / t	34	29	32	22	29	28	26	26	28
Troškovi usluga održavanja	RSD / t	286	458	503	378	454	438	406	419	438
Ostale proizvodne usluge (deo)	RSD / t	63	54	52	162	47	45	42	43	45
<b>Ukupni varijabilni troškovi</b>	<b>RSD / t</b>	<b>2,757</b>	<b>3,179</b>	<b>2,784</b>	<b>2,175</b>	<b>2,514</b>	<b>2,425</b>	<b>2,246</b>	<b>2,320</b>	<b>2,425</b>

Izvor: Izvedeno na temelju pretpostavki dobivenih od preduzeća NIS a.d.

**Tabela 5-39 Projekcija jediničnih troškova proizvodnje sopstvene sirove nafte i gasa, Srbija – Scenario 2:**

		2005	2006	2007	2008 1P	2008 2P	2009	2010	2011	2012
Nabavna vrednost prodate robe	RSD / t	-	-	-	-	0	0	0	0	0
Materijal za izradu	RSD / t	620	691	629	747	568	579	591	603	616
Rezervni delovi	RSD / t	696	724	587	500	530	541	552	563	575
Materijal za ugost.objekte	RSD / t	-	1	18	8	17	17	17	18	18
Gorivo i energija (deo)	RSD / t	766	868	735	222	664	678	691	706	720
Troškovi naknada po ugovoru o delu	RSD / t	35	45	1	0	1	1	1	1	1
Troškovi naknade po autorskim ugovorima	RSD / t	4	0	-	-	0	0	0	0	0
Trošk. naknade po ug.o privrem.i povrem.poslov.	RSD / t	-	-	-	-	0	0	0	0	0
Trošk. naknade fiz.licima po osnovu ostalih ugov.	RSD / t	5	7	8	8	7	7	7	7	7
Dnevnice za sl.putovanje	RSD / t	76	126	133	100	120	123	125	128	130
Troškovi prevoza na sl.putu	RSD / t	16	13	86	8	78	79	81	82	84
Naknada za smeštaj i ishranu na terenu	RSD / t	155	163	0	20	0	0	0	0	0
Transportne usluge (deo)	RSD / t	34	29	32	22	29	29	30	30	31
Troškovi usluga održavanja	RSD / t	286	458	503	378	454	463	473	483	492
Ostale proizvodne usluge (deo)	RSD / t	63	54	52	162	47	48	49	50	51
<b>Ukupni varijabilni troškovi</b>	<b>RSD / t</b>	<b>2,757</b>	<b>3,179</b>	<b>2,784</b>	<b>2,175</b>	<b>2,514</b>	<b>2,566</b>	<b>2,618</b>	<b>2,672</b>	<b>2,726</b>

Izvor: Izvedeno na temelju pretpostavki dobivenih od preduzeća NIS a.d.

**Tabela 5-40 Projekcija jediničnih troškova proizvodnje sopstvene sirove nafte, Angola – Scenario 1:**

		2005	2006	2007	2008 1P	2008 2P	2009	2010	2011	2012
Nabavna vrednost prodate robe	RSD / t	12,192	13,551	29,726	-	26,848	25,900	23,986	24,774	25,900
Materijal za izradu	RSD / t	-	-	1	3	1	1	1	1	1
Rezervni delovi	RSD / t	-	-	-	-	0	0	0	0	0
Materijal za ugost.objekte	RSD / t	-	-	-	-	0	0	0	0	0
Gorivo i energija (deo)	RSD / t	-	-	-	-	0	0	0	0	0
Troškovi naknada po ugovoru o delu	RSD / t	-	-	-	3	0	0	0	0	0
Troškovi naknade po autorskim ugovorima	RSD / t	-	-	-	-	0	0	0	0	0
Trošk. naknade po ug.o privrem.i povrem.poslov.	RSD / t	-	-	-	-	0	0	0	0	0
Trošk. naknade fiz.licima po osnovu ostalih ugov.	RSD / t	-	-	-	-	0	0	0	0	0
Dnevnice za sl.putovanje	RSD / t	-	9	-	-	0	0	0	0	0
Troškovi prevoza na sl.putu	RSD / t	-	10	-	13	0	0	0	0	0
Naknada za smeštaj i ishranu na terenu	RSD / t	-	-	-	-	0	0	0	0	0
Transportne usluge (deo)	RSD / t	-	-	-	1	0	0	0	0	0
Troškovi usluga održavanja	RSD / t	-	-	-	-	0	0	0	0	0
Ostale proizvodne usluge (deo)	RSD / t	-	290	559	-	505	487	451	466	487
<b>Ukupni varijabilni troškovi, Angola</b>	<b>RSD / t</b>	<b>12,192</b>	<b>13,861</b>	<b>30,286</b>	<b>20</b>	<b>27,354</b>	<b>26,388</b>	<b>24,437</b>	<b>25,241</b>	<b>26,388</b>

Izvor: Izvedeno na temelju pretpostavki dobivenih od preduzeća NIS a.d.

**Tabela 5-41 Projekcija jediničnih troškova proizvodnje sopstvene sirove nafte, Angola – Scenario 2:**

		2005	2006	2007	2008 1P	2008 2P	2009	2010	2011	2012
Nabavna vrednost prodane robe	RSD / t	12,192	13,551	29,726	-	26,848	27,397	27,956	28,527	29,110
Materijal za izradu	RSD / t	-	-	1	3	1	1	1	1	1
Rezervni delovi	RSD / t	-	-	-	-	0	0	0	0	0
Materijal za ugost.objekte	RSD / t	-	-	-	-	0	0	0	0	0
Gorivo i energija (deo)	RSD / t	-	-	-	-	0	0	0	0	0
Troškovi naknada po ugovoru o delu	RSD / t	-	-	-	3	0	0	0	0	0
Troškovi naknade po autorskim ugovorima	RSD / t	-	-	-	-	0	0	0	0	0
Trošk. naknade po ug.o privrem.i povrem.poslov.	RSD / t	-	-	-	-	0	0	0	0	0
Trošk. naknade fiz.licima po osnovu ostalih ugov.	RSD / t	-	-	-	-	0	0	0	0	0
Dnevnice za sl.putovanje	RSD / t	-	9	-	-	0	0	0	0	0
Troškovi prevoza na sl.putu	RSD / t	-	10	-	13	0	0	0	0	0
Naknada za smeštaj i ishranu na terenu	RSD / t	-	-	-	-	0	0	0	0	0
Transportne usluge (deo)	RSD / t	-	-	-	1	0	0	0	0	0
Troškovi usluga održavanja	RSD / t	-	-	-	-	0	0	0	0	0
Ostale proizvodne usluge (deo)	RSD / t	-	290	559	-	505	515	526	537	548
<b>Ukupni varijabilni troškovi, Angola</b>	<b>RSD / t</b>	<b>12,192</b>	<b>13,861</b>	<b>30,286</b>	<b>20</b>	<b>27,354</b>	<b>27,913</b>	<b>28,483</b>	<b>29,065</b>	<b>29,658</b>

Izvor: Izvedeno na temelju pretpostavki dobivenih od preduzeća NIS a.d.

Na temelju gore navedenih pretpostavki o jediničnim troškovima proizvodnje sopstvene nafte, te na temelju projekcije ukupne proizvodnje sopstvene nafte u Srbiji i Angoli (vidi sekciju 5.2.1), izvedeni su ukupni troškovi proizvodnje, kao što je prikazano na sledećoj tabeli:

**Tabela 5-42 Projekcija troškova proizvodnje sopstvene sirove nafte i gasa (Srbija i Angola) – Scenario 1:**

SCENARIO 1:		2008 2P	2009	2010	2011	2012
Troškovi proizvodnje sopstvene sirove nafte	RSD 000	-2,309,699	-3,977,141	-3,479,850	-3,486,385	-3,535,511

Izvor: Izvedeno na temelju pretpostavki dobivenih od preduzeća NIS a.d.

**Tabela 5-43 Projekcija troškova proizvodnje sopstvene sirove nafte i gasa (Srbija i Angola) – Scenario 2:**

SCENARIO 2:		2008 2P	2009	2010	2011	2012
Troškovi proizvodnje sopstvene sirove nafte	RSD 000	-2,309,699	-4,206,953	-4,055,900	-4,014,587	-3,973,694

Izvor: Izvedeno na temelju pretpostavki dobivenih od preduzeća NIS a.d.

## 5.4.4 Troškovi prerade

### Rafinerija Pančevo:

Kao što se može videti iz sledeće tabele, u 2007. godini su prosečni troškovi prerade u rafineriji Pančevo iznosili 3.509 RSD po toni prerađenih derivata. Pri projekciji budućeg kretanja troškova prerade pretpostavljeno je da će jedinični troškovi prerade po toni rasti sukladno promenama cene sirove nafte (kao bazna godina za projekciju uzeta je 2007. godina):

**Tabela 5-44 Projekcija jediničnih troškova prerade RNP – Scenario 1:**

		2005	2006	2007	2008 1P	2008 2P	2009	2010	2011	2012
Troškovi materijala (Naftna linija)	RSD / t	1,385	2,645	2,316	2,916	2,091	2,017	1,868	1,930	2,017
Troškovi mat.za izradu	RSD / t	200	205	209	117	189	182	169	174	182
Troškovi energetskih fluida	RSD / t	241	276	306	354	276	266	247	255	266
Troškovi vode i pare	RSD / t	170	208	222	251	200	193	179	185	193
Troškovi električne energije	RSD / t	71	68	84	103	76	73	68	70	73
Troškovi prirodnog gasa	RSD / t	-	-	-	-	0	0	0	0	0
Drugi troškovi goriva i energije	RSD / t	-	-	-	-	0	0	0	0	0
Ostali troš.naf.linija (transport)	RSD / t	12	11	25	33	23	22	20	21	22
Usluge kontrole kvaliteta proizvoda	RSD / t	7	7	9	7	8	8	7	8	8
Troškovi prečišćavanja otpadnih voda	RSD / t	55	59	64	83	58	56	52	54	56
Troškovi prevoza derivata	RSD / t	5	4	2	-	1	1	1	1	1
<b>Ukupni varijabilni troškovi, RNP</b>	<b>RSD / t</b>	<b>1,904</b>	<b>3,206</b>	<b>2,930</b>	<b>3,509</b>	<b>2,647</b>	<b>2,553</b>	<b>2,364</b>	<b>2,442</b>	<b>2,553</b>

**Tabela 5-45 Projekcija jediničnih troškova prerade RNP – Scenario 2:**

		2005	2006	2007	2008 1P	2008 2P	2009	2010	2011	2012
Troškovi materijala (Naftna linija)	RSD / t	1,385	2,645	2,316	2,916	2,091	2,134	2,178	2,222	2,268
Troškovi mat.za izradu	RSD / t	200	205	209	117	189	193	197	201	205
Troškovi energetskih fluida	RSD / t	241	276	306	354	276	282	287	293	299
Troškovi vode i pare	RSD / t	170	208	222	251	200	204	209	213	217
Troškovi električne energije	RSD / t	71	68	84	103	76	77	79	80	82
Troškovi prirodnog gasa	RSD / t	-	-	-	-	0	0	0	0	0
Drugi troškovi goriva i energije	RSD / t	-	-	-	-	0	0	0	0	0
Ostali troš.naf.linija (transport)	RSD / t	12	11	25	33	23	23	24	24	25
Usluge kontrole kvaliteta proizvoda	RSD / t	7	7	9	7	8	8	9	9	9
Troškovi prečišćavanja otpadnih voda	RSD / t	55	59	64	83	58	59	60	62	63
Troškovi prevoza derivata	RSD / t	5	4	2	-	1	1	1	2	2
<b>Ukupni varijabilni troškovi, RNP</b>	<b>RSD / t</b>	<b>1,904</b>	<b>3,206</b>	<b>2,930</b>	<b>3,509</b>	<b>2,647</b>	<b>2,701</b>	<b>2,756</b>	<b>2,812</b>	<b>2,870</b>

Izvor: Izvedeno na temelju pretpostavki dobivenih od preduzeća NIS a.d.

## Rafinerija Novi Sad:

Kao što se može videti iz sledeće tabele, u 2007. godini su prosečni troškovi prerade u rafineriji Novi Sad iznosili 1.714 RSD po toni prerađenih derivata. Pri projekciji budućeg kretanja troškova prerade pretpostavljeno je da će jedinični troškovi prerade po toni rasti sukladno promenama cene sirove nafte (kao bazna godina za projekciju uzeta je 2007. godina):

**Tabela 5-46 Projekcija jediničnih troškova prerade RNS – Scenario 1:**

		2005	2006	2007	2008 1P	2008 2P	2009	2010	2011	2012
Troškovi materijala (Naftna linija)	RSD / t	-	-	-	-	0	0	0	0	0
Troškovi mat.za izradu	RSD / t	319	403	324	580	293	283	262	270	283
Troškovi energetskih fluida	RSD / t	776	1,294	914	1,104	826	797	738	762	797
Troškovi vode i pare	RSD / t	98	49	0	-	0	0	0	0	0
Troškovi električne energije	RSD / t	129	186	232	340	210	202	187	194	202
Troškovi prirodnog gasa	RSD / t	549	1,059	682	765	616	594	550	568	594
Drugi troškovi goriva i energije	RSD / t	0	-	-	-	0	0	0	0	0
Ostali troš.naf.linija (transport...)	RSD / t	53	230	62	11	56	54	50	52	54
Usluge kontrole kvaliteta proizvoda	RSD / t	38	50	21	15	19	18	17	17	18
Troškovi prečišćavanja otpadnih voda	RSD / t	0	-	0	0	0	0	0	0	0
Troškovi prevoza derivata	RSD / t	21	13	14	4	12	12	11	12	12
<b>Ukupni varijabilni troškovi, RNS</b>	<b>RSD / t</b>	<b>1,207</b>	<b>1,991</b>	<b>1,336</b>	<b>1,714</b>	<b>1,206</b>	<b>1,164</b>	<b>1,078</b>	<b>1,113</b>	<b>1,164</b>

Izvor: Izvedeno na temelju pretpostavki dobivenih od preduzeća NIS a.d.

**Tabela 5-47 Projekcija jediničnih troškova prerade RNS – Scenario 2:**

		2005	2006	2007	2008 1P	2008 2P	2009	2010	2011	2012
Troškovi materijala (Naftna linija)	RSD / t	-	-	-	-	0	0	0	0	0
Troškovi mat.za izradu	RSD / t	319	403	324	580	293	299	305	311	318
Troškovi energetskih fluida	RSD / t	776	1,294	914	1,104	826	843	860	877	895
Troškovi vode i pare	RSD / t	98	49	0	-	0	0	0	0	0
Troškovi električne energije	RSD / t	129	186	232	340	210	214	219	223	228
Troškovi prirodnog gasa	RSD / t	549	1,059	682	765	616	628	641	654	667
Drugi troškovi goriva i energije	RSD / t	0	-	-	-	0	0	0	0	0
Ostali troš.naf.linija (transport...)	RSD / t	53	230	62	11	56	57	59	60	61
Usluge kontrole kvaliteta proizvoda	RSD / t	38	50	21	15	19	19	19	20	20
Troškovi prečišćavanja otpadnih voda	RSD / t	0	-	0	0	0	0	0	0	0
Troškovi prevoza derivata	RSD / t	21	13	14	4	12	13	13	13	14
<b>Ukupni varijabilni troškovi, RNS</b>	<b>RSD / t</b>	<b>1,207</b>	<b>1,991</b>	<b>1,336</b>	<b>1,714</b>	<b>1,206</b>	<b>1,231</b>	<b>1,256</b>	<b>1,282</b>	<b>1,308</b>

Izvor: Izvedeno na temelju pretpostavki dobivenih od preduzeća NIS a.d.

Na temelju gore navedenih pretpostavki o jediničnim troškovima prerade, te na temelju projekcije ukupne količine prerade (vidi poglavlje 5.2.2), izvedeni su ukupni troškovi prerade, kao što je prikazano na sledećoj tabeli:

**Tabela 5-48 Projekcija troškova prerade – Scenario 1:**

SCENARIO 1:		2008 2P	2009	2010	2011	2012
Troškovi prerade	RSD 000	-4,859,968	-9,368,868	-9,606,680	-10,492,291	-13,036,901

Izvor: Izvedeno na temelju pretpostavki dobivenih od preduzeća NIS a.d.

**Tabela 5-49 Projekcija troškova prerade – Scenario 2:**

SCENARIO 2:		2008 2P	2009	2010	2011	2012
Troškovi prerade	RSD 000	-4,859,968	-9,910,231	-11,196,958	-12,081,916	-14,652,662

Izvor: Izvedeno na temelju pretpostavki dobivenih od preduzeća NIS a.d.

## 5.4.5 Troškovi prodaje

Kao što se može videti iz sledeće tabele, u 2007. godini su prosečni troškovi prodaje iznosili 3.509 RSD po toni prodaje naftnih derivata. Pri projekciji budućeg kretanja troškova prodaje pretpostavljeno je da će jedinični troškovi prodaje po toni rasti sukladno promenama cene sirove nafte (kao bazna godina za projekciju uzeta je 2007. godina):

**Tabela 5-50 Projekcija jediničnih troškova prodaje – Scenario 1:**

		2005	2006	2007	2008 1P	2008 2P	2009	2010	2011	2012
Troškovi mat.za izradu	RSD / t	69	81	72	70	65	62	58	60	62
Troškovi energije	RSD / t	114	126	115	142	103	100	92	95	100
Proizvodne usluge	RSD / t	350	284	272	232	246	237	220	227	237
<b>Ukupni varijabilni troškovi, prodaja</b>	<b>RSD / t</b>	<b>533</b>	<b>491</b>	<b>458</b>	<b>444</b>	<b>414</b>	<b>399</b>	<b>370</b>	<b>382</b>	<b>399</b>

Izvor: Izvedeno na temelju pretpostavki dobivenih od preduzeća NIS a.d.

**Tabela 5-51 Projekcija jediničnih troškova prodaje – Scenario 2:**

		2005	2006	2007	2008 1P	2008 2P	2009	2010	2011	2012
Troškovi mat.za izradu	RSD / t	69	81	72	70	65	66	67	69	70
Troškovi energije	RSD / t	114	126	115	142	103	106	108	110	112
Proizvodne usluge	RSD / t	350	284	272	232	246	251	256	261	267
<b>Ukupni varijabilni troškovi, prodaja</b>	<b>RSD / t</b>	<b>533</b>	<b>491</b>	<b>458</b>	<b>444</b>	<b>414</b>	<b>423</b>	<b>431</b>	<b>440</b>	<b>449</b>

Izvor: Izvedeno na temelju pretpostavki dobivenih od preduzeća NIS a.d.

Na temelju gore navedenih pretpostavki o jediničnim troškovima prodaje, te na temelju projekcije ukupne količine prodaje (vidi poglavlje 5.2.4), izvedeni su ukupni troškovi prodaje, kao što je prikazano na sledećoj tabeli:

**Tabela 5-52 Projekcija troškova prodaje – Scenario 1:**

SCENARIO 1:		2008 2P	2009	2010	2011	2012
Troškovi prodaje	RSD 000	-740,552	-1,365,469	-1,362,784	-1,448,647	-1,686,725

Izvor: Izvedeno na temelju pretpostavki dobivenih od preduzeća NIS a.d.

**Tabela 5-53 Projekcija troškova prodaje – Scenario 2:**

SCENARIO 2:		2008 2P	2009	2010	2011	2012
Troškovi prodaje	RSD 000	-740,552	-1,444,370	-1,588,378	-1,668,123	-1,895,773

Izvor: Izvedeno na temelju pretpostavki dobivenih od preduzeća NIS a.d.

## 5.4.6 Projekcija ukupnih operativnih troškova

Sažetak projekcije ukupnih operativnih troškova NIS-a prikazan je na sledecoj tabeli:

**Tabela 5-54 Projekcija ukupnih operativnih troškova – Scenario 1:**

SCENARIO 1:		2008 2P	2009	2010	2011	2012
Troškovi nabavke uvozne sirove nafte	RSD 000	-43,572,419	-97,191,939	-105,147,897	-119,104,060	-175,762,276
Troškovi nabavke poluproizvoda	RSD 000	-5,750,425	-3,829,199	-5,095,063	-7,703,276	-13,041,103
Troškovi nabavke uvoznih naftnih derivata	RSD 000	-4,184,100	-16,392,619	-21,875,771	-24,335,807	-37,871,315
Troškovi proizvodnje sirove nafte i gasa	RSD 000	-2,309,699	-3,977,141	-3,479,850	-3,486,385	-3,535,511
Troškovi koncesijskih naknada	RSD 000	-467,413	-841,275	-747,661	-749,065	-759,620
Troškovi prerade	RSD 000	-4,859,968	-9,368,868	-9,606,680	-10,492,291	-13,036,901
Troškovi prodaje	RSD 000	-740,552	-1,365,469	-1,362,784	-1,448,647	-1,686,725
Troškovi radne snage	RSD 000	-7,877,905	-15,714,875	-15,787,594	-16,216,939	-16,943,793
Troškovi amortizacije	RSD 000	-4,144,883	-9,339,587	-11,660,816	-13,499,267	-14,192,074
Ostali fiksni troškovi	RSD 000	-8,029,901	-8,608,054	-9,047,065	-9,436,089	-9,794,660
Ostali troškovi	RSD 000	-544,551	-1,184,571	-1,304,212	-1,422,244	-1,540,290
<b>Ukupno poslovni rashodi</b>	<b>RSD 000</b>	<b>-82,481,815</b>	<b>-167,813,597</b>	<b>-185,115,395</b>	<b>-207,894,070</b>	<b>-288,164,269</b>

Izvor: Izvedeno na temelju pretpostavki dobivenih od preduzeća NIS a.d.

**Tabela 5-55 Projekcija ukupnih operativnih troškova – Scenario 2:**

SCENARIO 2:		2008 2P	2009	2010	2011	2012
Troškovi nabavke uvozne sirove nafte	RSD 000	-43,572,419	-102,808,003	-122,553,955	-137,148,815	-197,545,816
Troškovi nabavke poluproizvoda	RSD 000	-5,750,425	-4,050,463	-5,938,494	-8,870,354	-14,657,385
Troškovi nabavke uvoznih naftnih derivata	RSD 000	-4,184,100	-17,339,837	-25,497,060	-28,022,782	-42,564,991
Troškovi proizvodnje sirove nafte i gasa	RSD 000	-2,309,699	-4,206,953	-4,055,900	-4,014,587	-3,973,694
Troškovi koncesijskih naknada	RSD 000	-467,413	-889,887	-871,428	-862,552	-853,766
Troškovi prerade	RSD 000	-4,859,968	-9,910,231	-11,196,958	-12,081,916	-14,652,662
Troškovi prodaje	RSD 000	-740,552	-1,444,370	-1,588,378	-1,668,123	-1,895,773
Troškovi radne snage	RSD 000	-7,877,905	-15,929,823	-16,389,179	-16,804,026	-17,582,228
Troškovi amortizacije	RSD 000	-4,144,883	-9,339,587	-11,660,816	-13,499,267	-14,192,074
Ostali fiksni troškovi	RSD 000	-8,029,901	-8,608,054	-9,047,065	-9,436,089	-9,794,660
Ostali troškovi	RSD 000	-544,551	-1,184,571	-1,304,212	-1,422,244	-1,540,290
<b>Ukupno poslovni rashodi</b>	<b>RSD 000</b>	<b>-82,481,815</b>	<b>-175,711,780</b>	<b>-210,103,447</b>	<b>-233,830,754</b>	<b>-319,253,339</b>

Izvor: Izvedeno na temelju pretpostavki dobivenih od preduzeća NIS a.d.

Pri projekciji troškova radne snage pretpostavljeno je da će se ukupan broj zaposlenih postepeno smanjivati s 12.262, koliko je iznosio broj zaposlenih u junu 2008.g., do 11.000 u 2013. godini. Prosečna neto plata u NIS-u je u 2007. godini iznosila 728 EUR, te je pretpostavljen daljnji rast plata sukladno stopi rasta realnog BDP-a. Pored navedenog iznosa, pretpostavljeno je da će zaposlenici kompanije ostvarivati bonus u visini od 10% dobiti preduzeća.

# Deloitte.

Pri projekciji troškova amortizacije pretpostavljeno je da će se već postojeća fiksna imovina preduzeća u potpunosti amortizirati do 2020. godine (zadnja godina eksplicitnog perioda projekcije), dok je za potrebe obračuna troškova amortizacije procenjeni vek trajanja nove imovine (investicije), ovisno o vrsti imovine, pretpostavljen na 15 odnosno 5 godina.

Projekcija troškova koncesijskih naknada je izvršena uz pretpostavku da će godišnja koncesijska naknada za proizvodnju nafte i gasa u Srbiji iznositi 3% od vrednosti proizvodnje. Troškovi koncesijskih naknada za proizvodnju nafte u Angoli su uključeni u troškove proizvodnje sopstvene nafte i gasa.

Ostali fiksni troškovi u periodu projekcije odnose se na fiksne troškove Naftagasa, rafinerija Pančevo i Novi Sad, te distribucije (Jugopetrol, NAP, TNG).

Ostali troškovi se odnose na troškove nabavke robe široke potrošnje i ostale troškove.

S obzirom na značajan iznos planiranih kapitalnih investicija, pretpostavljeno je da će efektivna stopa poreza na dobit iznositi 5%.

## 5.5 Sažetak projekcije bilansa uspeha

### Scenario 1:

Sledeća tabela prikazuje sažetak projekcije bilansa uspeha NIS-a, sukladno navedenim pretpostavkama Scenarija 1:

**Tabela 5-56 Projekcija bilansa uspeha – Scenario 1**

		2008 2P	2009	2010	2011	2012
Prihod od prodaje derivata na domaćem tržištu	EUR 000	949,642	1,828,219	1,930,370	2,059,743	2,394,181
Prihod od izvoza naftnih derivata	EUR 000	69,328	288,022	363,361	519,938	1,353,911
Prihod od uslužne prerade nafte	EUR 000	45,521	96,694	103,656	108,942	0
Prihod od prodaje nafte iz Angole	EUR 000	23,916	40,357	35,079	35,145	35,640
Prihod od prodaje gasa	EUR 000	20,376	30,898	25,495	25,543	25,903
Ostali prihodi Naftagasa	EUR 000	9,664	19,858	20,556	21,210	21,840
Prihod od prodaje robe široke potrošnje	EUR 000	8,329	18,118	19,947	21,753	23,558
<b>Ukupni operativni prihodi</b>	<b>EUR 000</b>	<b>1,126,776</b>	<b>2,322,166</b>	<b>2,498,464</b>	<b>2,792,274</b>	<b>3,855,033</b>
Troškovi nabavke uvozne sirove nafte	EUR 000	-551,700	-1,230,614	-1,331,350	-1,508,059	-2,225,447
Troškovi nabavke poluproizvoda	EUR 000	-72,810	-48,484	-64,512	-97,536	-165,122
Troškovi nabavke uvoznih naftnih derivata	EUR 000	-52,978	-207,558	-276,984	-308,132	-479,515
Troškovi proizvodnje sirove nafte i gasa	EUR 000	-29,245	-50,357	-44,061	-44,144	-44,766
Troškovi koncesijskih naknada	EUR 000	-5,918	-10,652	-9,467	-9,484	-9,618
Troškovi prerade	EUR 000	-61,535	-118,626	-121,637	-132,850	-165,069
Troškovi prodaje	EUR 000	-9,377	-17,289	-17,255	-18,342	-21,357
Troškovi radne snage	EUR 000	-99,748	-198,977	-199,898	-205,334	-214,537
Troškovi amortizacije	EUR 000	-52,481	-118,255	-147,646	-170,924	-179,696
Ostali fiksni troškovi	EUR 000	-101,672	-108,993	-114,551	-119,477	-124,017
Ostali troškovi	EUR 000	-6,895	-14,999	-16,514	-18,008	-19,503
<b>Ukupno poslovni rashodi</b>	<b>EUR 000</b>	<b>-1,044,359</b>	<b>-2,124,804</b>	<b>-2,343,874</b>	<b>-2,632,290</b>	<b>-3,648,647</b>
<b>Operativna dobit (EBIT)</b>	<b>EUR 000</b>	<b>82,417</b>	<b>197,362</b>	<b>154,590</b>	<b>159,984</b>	<b>206,386</b>
EBITDA	EUR 000	134,898	315,617	302,235	330,907	386,082

Izvor: Izvedeno na temelju pretpostavki dobivenih od preduzeća NIS a.d.

U periodu projekcije (2008-2020), prema navedenim pretpostavkama Scenarija 1, NIS će ostvarivati dobit prije troškova kamata, poreza i amortizacije (EBITDA) u rasponu od 300 do 490 milijuna EUR, što predstavlja EBITDA maržu u rasponu od 9% do 12% (izuzev 2009.g.).

Na temelju prethodno iznesenih pretpostavki, sledeća tabela prikazuje sažetak procene bilansa uspeha NIS-a prema Scenariju 2:



Tabela 5-57 Projekcija bilansa uspeha – Scenario 2

		2008 2P	2009	2010	2011	2012
Prihod od prodaje derivata na domaćem tržištu	EUR 000	949,642	1,934,680	2,252,754	2,374,514	2,693,230
Prihod od izvoza naftnih derivata	EUR 000	69,328	304,665	423,511	598,711	1,521,711
Prihod od uslužne prerade nafte	EUR 000	45,521	96,694	103,656	108,942	0
Prihod od prodaje nafte iz Angole	EUR 000	23,916	42,689	40,886	40,469	40,057
Prihod od prodaje gasa	EUR 000	20,376	32,683	29,715	29,413	29,113
Ostali prihodi Naftagasa	EUR 000	9,664	19,858	20,556	21,210	21,840
Prihod od prodaje robe široke potrošnje	EUR 000	8,329	18,118	19,947	21,753	23,558
<b>Ukupni operativni prihodi</b>	<b>EUR 000</b>	<b>1,126,776</b>	<b>2,449,386</b>	<b>2,891,025</b>	<b>3,195,011</b>	<b>4,329,509</b>
Troškovi nabavke uvozne sirove nafte	EUR 000	-551,700	-1,301,723	-1,551,740	-1,736,536	-2,501,264
Troškovi nabavke poluproizvoda	EUR 000	-72,810	-51,286	-75,191	-112,314	-185,587
Troškovi nabavke uvoznih naftnih derivata	EUR 000	-52,978	-219,552	-322,836	-354,816	-538,945
Troškovi proizvodnje sirove nafte i gasa	EUR 000	-29,245	-53,267	-51,355	-50,831	-50,314
Troškovi koncesijskih naknada	EUR 000	-5,918	-11,267	-11,034	-10,921	-10,810
Troškovi prerade	EUR 000	-61,535	-125,480	-141,772	-152,977	-185,527
Troškovi prodaje	EUR 000	-9,377	-18,288	-20,112	-21,121	-24,004
Troškovi radne snage	EUR 000	-99,748	-201,698	-207,515	-212,767	-222,621
Troškovi amortizacije	EUR 000	-52,481	-118,255	-147,646	-170,924	-179,696
Ostali fiksni troškovi	EUR 000	-101,672	-108,993	-114,551	-119,477	-124,017
Ostali troškovi	EUR 000	-6,895	-14,999	-16,514	-18,008	-19,503
<b>Ukupno poslovni rashodi</b>	<b>EUR 000</b>	<b>-1,044,359</b>	<b>-2,224,808</b>	<b>-2,660,265</b>	<b>-2,960,692</b>	<b>-4,042,287</b>
<b>Operativna dobit (EBIT)</b>	<b>EUR 000</b>	<b>82,417</b>	<b>224,578</b>	<b>230,761</b>	<b>234,319</b>	<b>287,223</b>
EBITDA	EUR 000	134,898	342,833	378,406	405,243	466,918

Izvor: Izvedeno na temelju pretpostavki dobivenih od preduzeća NIS a.d.

U periodu projekcije (2008-2020), prema navedenim pretpostavkama Scenarija 2, NIS će ostvarivati dobit prije troškova kamata, poreza i amortizacije (EBITDA) u rasponu od 340 do 640 milijuna EUR, što predstavlja EBITDA maržu u rasponu od 10% do 14%.

## 5.6 Projekcija kapitalnih investicija

Prema planu investicionih ulaganja, ukupan iznos planiranih kapitalnih investicija u periodu od 2008. do 2011. godine iznosi 1.2 milijarde EUR, te se najvećim delom odnosi na proces modernizacije rafinerija.

Ukupan iznos planiranih investicionih ulaganja prema organizacionim delovima NIS-a, te prema vrsti investicionih projekata je prikazan u sledećoj tabeli:

**Tabela 5-58 Struktura kapitalnih investicija:**

Kapitalne investicije po sektorima	2008 2P	2009	2010	2011	2012
NIS-Naftagas	28,987,070	71,799,384	82,987,564	40,175,250	
NIS-Petrol	81,706,491	296,179,926	381,259,645	166,786,210	
- NIS-Petrol RNP	43,457,931	175,492,294	236,529,363	104,495,000	
- NIS-Petrol RNS	15,853,560	38,690,564	34,446,321	11,609,316	
- NIS-Petrol Jugopetrol	15,800,000	58,895,000	77,018,500	33,923,500	
- NIS-Petrol NAP	6,395,000	22,702,068	32,915,462	16,608,394	
- NIS-Petrol Stručne službe	200,000	400,000	350,000	150,000	
NIS-TNG	6,917,375	11,133,125	7,846,000	3,630,250	
NIS-Stručne službe	13,611,000	19,663,000	10,852,000	4,800,000	
<b>Ukupno kapitalne investicije</b>	<b>131,221,935</b>	<b>398,775,435</b>	<b>482,945,209</b>	<b>215,391,710</b>	<b>47,771,500</b>

Kapitalne investicije po vrsti ulaganja	2008 2P	2009	2010	2011	2012
Investiciona ulaganja i izgradnja, Naftagas	28,987,070	71,799,385	82,987,564	40,175,250	0
Strategijski projekti	17,887,500	108,376,359	191,005,359	100,516,500	0
Obvezni projekti	25,835,200	54,794,643	35,702,228	6,742,785	0
Projekti za razvoj poslovanja	16,939,375	58,363,238	71,522,413	30,098,550	0
Investiciono održavanje postrojenja	20,586,392	59,342,027	62,641,386	23,885,750	47,771,500
Vanposlovni projekti	7,375,398	26,436,785	28,234,261	9,172,875	0
NIS - stručne službe	13,611,000	19,663,000	10,852,000	4,800,000	0
<b>Ukupno kapitalne investicije</b>	<b>131,221,935</b>	<b>398,775,435</b>	<b>482,945,209</b>	<b>215,391,710</b>	<b>47,771,500</b>

*Izvor: Izvedeno na temelju pretpostavki dobivenih od preduzeća NIS a.d.*

S obzirom da je u 2011. predviđen završetak procesa modernizacije rafinerija NIS-a, pretpostavljeno je da će se u preostalom periodu projekcije (do 2020.g.) daljnje investicije odnositi na investiciono održavanje poslovanja, te je sukladno tome u 2012. godini predviđen iznos investicija od 47.8 milijuna EUR nakon čega je predviđeno godišnje povećanje ovih investicija od 5%.

## 5.7 Projekcija kretanja obrtnog kapitala

Projekcija stavki obrtnog kapitala za dva prethodno opisana scenarija je prikazana na sledećim tabelama:

**Tabela 5-59 Projekcija kretanja obrtnog kapitala:**

### Scenario 1:

		2007	2008 1P	2008 2P	2009	2010	2011	2012
Potraživanja	RSD 000	17,522,765	15,020,161	15,057,008	15,972,031	17,184,619	19,205,469	26,515,201
Zalihe	RSD 000	31,528,100	31,815,453	30,543,339	31,743,992	35,250,864	40,085,922	59,052,065
Ostala potraživanja (razgraničeni prihodi)	RSD 000	2,404,844	2,043,950	2,048,964	2,173,481	2,338,490	2,613,489	3,608,200
<b>Ukupno obrtni kapital - sredstva</b>	<b>RSD 000</b>	<b>51,455,709</b>	<b>48,879,564</b>	<b>47,649,311</b>	<b>49,889,504</b>	<b>54,773,973</b>	<b>61,904,879</b>	<b>89,175,467</b>
Obveze iz poslovanja	RSD 000	36,530,225	26,226,129	25,869,025	26,227,014	28,706,257	32,171,807	45,341,647
Ostale obaveze (razgraničeni troškovi)	RSD 000	4,938,713	6,923,420	6,829,148	6,923,654	7,578,148	8,493,016	11,969,714
<b>Ukupno obrtni kapital - obaveze</b>	<b>RSD 000</b>	<b>41,468,938</b>	<b>33,149,549</b>	<b>32,698,174</b>	<b>33,150,668</b>	<b>36,284,405</b>	<b>40,664,823</b>	<b>57,311,361</b>
<b>Ukupno obrtni kapital</b>	<b>RSD 000</b>	<b>9,986,771</b>	<b>15,730,015</b>	<b>14,951,138</b>	<b>16,738,836</b>	<b>18,489,568</b>	<b>21,240,057</b>	<b>31,864,106</b>
Promena u obrtnom kapitalu	RSD 000			-778,877	1,787,698	1,750,733	2,750,488	10,624,049
<b>Ukupno obrtni kapital</b>	<b>EUR 000</b>	<b>126,038</b>	<b>199,169</b>	<b>189,307</b>	<b>211,942</b>	<b>234,109</b>	<b>268,935</b>	<b>403,453</b>
Promena u obrtnom kapitalu	EUR 000			-9,862	22,635	22,167	34,826	134,518

### Scenario 2:

		2007	2008 1P	2008 2P	2009	2010	2011	2012
Potraživanja	RSD 000	17,522,765	15,020,161	15,057,008	16,847,062	19,884,689	21,975,527	29,778,688
Zalihe	RSD 000	31,528,100	31,815,453	30,543,339	33,578,263	41,086,250	46,159,104	66,370,832
Ostala potraživanja (razgraničeni prihodi)	RSD 000	2,404,844	2,043,950	2,048,964	2,292,555	2,705,917	2,990,439	4,052,297
<b>Ukupno obrtni kapital - sredstva</b>	<b>RSD 000</b>	<b>51,455,709</b>	<b>48,879,564</b>	<b>47,649,311</b>	<b>52,717,880</b>	<b>63,676,856</b>	<b>71,125,070</b>	<b>100,201,816</b>
Obveze iz poslovanja	RSD 000	36,530,225	26,226,129	25,869,025	27,534,142	32,841,711	36,464,257	50,486,803
Ostale obaveze (razgraničeni troškovi)	RSD 000	4,938,713	6,923,420	6,829,148	7,268,721	8,669,864	9,626,177	13,327,981
<b>Ukupno obrtni kapital - obaveze</b>	<b>RSD 000</b>	<b>41,468,938</b>	<b>33,149,549</b>	<b>32,698,174</b>	<b>34,802,863</b>	<b>41,511,575</b>	<b>46,090,434</b>	<b>63,814,783</b>
<b>Ukupno obrtni kapital</b>	<b>RSD 000</b>	<b>9,986,771</b>	<b>15,730,015</b>	<b>14,951,138</b>	<b>17,915,017</b>	<b>22,165,281</b>	<b>25,034,636</b>	<b>36,387,033</b>
Promena u obrtnom kapitalu	RSD 000			-778,877	2,963,879	4,250,264	2,869,355	11,352,397
<b>Ukupno obrtni kapital</b>	<b>EUR 000</b>	<b>126,038</b>	<b>199,169</b>	<b>189,307</b>	<b>226,834</b>	<b>280,650</b>	<b>316,981</b>	<b>460,721</b>
Promena u obrtnom kapitalu	EUR 000			-9,862	37,528	53,816	36,331	143,741

*Izvor: Izvedeno na temelju pretpostavki dobivenih od preduzeća NIS a.d.*

Na dan 30 juna 2008. godine ukupna potraživanja su iznosila 8.7% ukupnih prihoda ostvarenih u zadnjih 12 mjeseci. Pri proceni kretanja obrtnog kapitala pretpostavljeno je da će potraživanja iz poslovanja biti u istom navedenom procentu u odnosu na prihode preduzeća.

Pretpostavljeno je da će iznos zaliha biti jednak iznosu od 24.3% troškova nabavke prodane robe (ostvareni procenat na dan 30 juna 2008.).

Na dan 30 juna 2008. godine obveze iz poslovanja su iznosile 16.5% ukupnih operativnih troškova (bez amortizacije), te je pretpostavljeno da će se navedeni omer održati kroz period projekcije.

## 5.8 Diskontna stopa

Izračunavanje prosečne ponderisane cene kapitala je prezentirano u sledećoj tabeli:

**Tabela 5-60 Diskontna stopa – prosečni ponderisani trošak kapitala:**

Prosečna ponderisana cena kapitala	%	Izvor
<b>Trošak sopstvenog kapitala</b>		
Nerizična stopa (na državne obveznice)	4.89%	Prinos na nemačke državne obveznice sa rokom dospeća od 20 godina
Premija za tržišni rizik	5.80%	Godišnjak SBBI za 2007 objavljen od strane Ibbotson Associate
Beta	0.94	Medijan Bete uporedivih preduzeća na berzi (unlevered beta)
<b>Preliminarni trošak kapitala</b>	<b>10.33%</b>	
Premija za rizik države	3.70%	Prosečan raspon prinosa između AAA i BB obveznica, uz korekciju za st.varijaciju
Premija za veličinu preduzeća	0.97%	IbbotsonAssociates, SBBI Valuation Edition Yearbook, © 2007
<b>Trošak kapitala, zaokruženo</b>	<b>15.00%</b>	
<b>Trošak duga</b>		
Trošak duga (kamate)	5.96%	EURIBOR 3m + 1.1%
Stopa poreza na dobit	10.00%	Stopa poreza na dobit u Srbiji
<b>Trošak duga (nakon poreznih efekata)</b>	<b>5.36%</b>	
<b>Struktura kapitala</b>		
Sopstveni kapital (equity)	82.65%	Medijan odnosa duga i sopstvenog kapitala na uzorku uporedivih preduzeća
Dug	17.35%	Medijan odnosa duga i sopstvenog kapitala na uzorku uporedivih preduzeća
<b>Prosečni ponderisani trošak kapitala</b>	<b>13.00%</b>	

Kao aproksimaciju stope prinosa na ulaganja bez rizika primenili smo stopu povrata na nemačke državne obveznice sa rokom dospeća od 20 godina na datum procene. Rezultujuća stopa iznosi 4.89% u nominalnom iznosu na dan 30 juna 2008. godine.

Premija za tržišni rizik predstavlja iznos za koji prinosi na instrumente vlasničkog kapitala na tržištima na kojima se javno trguje, nadmašuju stopu prinosa bez rizika. Na osnovu naše analize, izabrali smo prosečnu tržišnu premiju od 5,8% bazirano na dugoročnoj studiji o premijama za rizik kapitala iz Godišnjaka SBBI za 2007. objavljenog od strane Ibbotson Associates.

Beta koeficijent je mera sistematskog rizika. Beta faktor meri promene prinosa određene hartije od vrednosti u poredjenju sa raznim trzisnim indeksima. Odredili smo hipotetičku vrednost beta faktora za NIS na osnovu analize beta faktora za usporediva preduzeća koja su prisutna na berzi. Srednja nekorigovana (*unlevered*) beta za navedene kompanije je 0.79 dok beta korigovana (*levered*) za ciljani omer tržišne vrednosti duga i kapitala NIS-a iznosi 0.94.

Izabrana premija rizika za Srbiju iznosi 3.7%.

Također, dodali smo premiju rizika za veličinu tržišne kapitalizacije u iznosu od 0.97% bazirano na studiji premija rizika malih kompanija u SAD-u, urađenoj od strane Ibbotson Associates u njihovom 2007 Godišnjaku.

## 5.9 Neposlovna imovina

NIS je integrirano preduzeće koje se bavi proizvodnjom, preradom i distribucijom nafte i naftnih derivata. Proizvodnja nafte je organizovana unutar Naftagasa, prerada nafte unutar dve rafinerije u Novom Sadu i Pančevu, dok je distribucija naftnih derivata organizovana unutar dve distribucijske jedinice – Jugopetrol i NAP. Pored gore navedenih osnovnih organizacionih jedinica, NIS ima učešća u 9 manjih zavisnih pravnih lica. Prilikom izrade projekcije novčanog toka nismo izvršili projekciju na konsolidiranom nivou, već smo navedena učešća u zavisnim pravnim licima tretirali kao neposlovnu imovinu. Najveće od navedenih učešća se odnosi na preduzeće Ozone koja se bavi upravljanjem hotela i resorta. Preostala učešća se odnose na značajno manja preduzeća te se većinom odnose na inozemna trgovačka društva NIS-a. Ukupna vrednost učešća u zavisnim licima na datum procene iznosi 42,005,000 EUR.

Pored učešća u zavisnim pravnim licima, NIS poseduje značajna učešća i u ostalim pravnim licima u kojima nema kontrolu. Vrednost navedenih učešća u u finansijskim izveštajima NIS-a iznosi 54,677,000 EUR, te smo ju uključili u procenu vrednosti neposlovne imovine.

Također, NIS poseduje značajne nekretnine na različitim lokacijama. Većina ovih nekretnina su poslovni prostori značajne vrednosti uzimajući u obzir atraktivne lokacije na kojima se nalaze u Beogradu i Novom Sadu. S obzirom da ovi poslovni prostori nisu iskorišćeni sukladno konceptu najbolje uporabe, izvršili smo njihovu reklasifikaciju s osnovnih sredstava na stavku investicionih nekretnina. Navedene nekretnine su procenjene od strane neovisnog procenitelja za nekretnine na datum procene vrednosti. Ukupna vrednost investicionih nekretnina NIS-a na datum procene iznosi 200,176,000 EUR.

Pored navedenog, NIS je odobrio produžetak roka vraćanja kredita danih velikim kupcima poput HIP Petrohemija, JAT Airways, itd. Ukupna vrednost danih dugoročnih kredita na datum procene je iznosila 79,447,000 EUR. S obzirom da je NIS istorijski imao probleme pri naplati kredita danih velikim kupcima, za potrebu procene vrednosti neposlovne imovine koristili smo 50% iznosa navedenih dugoročnih kredita.

## 5.10 Projekcija novčanog toka i DCF sažetak – Scenario 1

Projekcija novčanog toka temeljeno na pretpostavkama Scenarija 1 (cena sirove nafte prema medijanu projekcija izrađenih od strane EIU i DB do 2012. godine) je prikazana u sledećoj tabeli:

**Tabela 5-61 Projekcija novčanog toka:**

IZRAČUN NETO NOVČANOG TOKA		2008 2P	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Operativni prihodi	EUR 000	1,126,776	2,322,166	2,498,464	2,792,274	3,855,033	4,032,406	4,226,408	4,436,736	4,662,550	4,904,562	5,163,593	5,440,573	5,736,544
Operativni troškovi	EUR 000	-1,044,359	-2,124,804	-2,343,874	-2,632,290	-3,648,647	-3,818,030	-4,005,940	-4,208,882	-4,425,913	-4,657,626	-4,897,429	-5,160,665	-5,353,459
<b>Operativna dobit (EBIT)</b>	<b>EUR 000</b>	<b>82,417</b>	<b>197,362</b>	<b>154,590</b>	<b>159,984</b>	<b>206,386</b>	<b>214,376</b>	<b>220,468</b>	<b>227,854</b>	<b>236,637</b>	<b>246,936</b>	<b>266,164</b>	<b>279,908</b>	<b>383,085</b>
Porez na dobit	EUR 000	-4,121	-19,736	-7,729	-7,999	-10,319	-10,719	-11,023	-11,393	-11,832	-12,347	-13,308	-13,995	-19,154
<b>Operativna dobit umanjena za porez (NOPAT)</b>	<b>EUR 000</b>	<b>78,296</b>	<b>177,626</b>	<b>146,860</b>	<b>151,985</b>	<b>196,067</b>	<b>203,657</b>	<b>209,445</b>	<b>216,461</b>	<b>224,806</b>	<b>234,589</b>	<b>252,856</b>	<b>265,913</b>	<b>363,931</b>
Amortizacija	EUR 000	52,481	118,255	147,646	170,924	179,696	182,960	186,388	189,987	193,766	197,733	193,890	198,265	106,644
<b>Bruto novčani tok</b>	<b>EUR 000</b>	<b>130,777</b>	<b>295,881</b>	<b>294,506</b>	<b>322,908</b>	<b>375,762</b>	<b>386,617</b>	<b>395,832</b>	<b>406,448</b>	<b>418,571</b>	<b>432,322</b>	<b>446,746</b>	<b>464,177</b>	<b>470,574</b>
Kapitalne investicije	EUR 000	-131,222	-398,775	-482,945	-215,392	-47,772	-50,160	-52,668	-55,301	-58,067	-60,970	-64,018	-67,219	-70,580
Promena obrtnog kapitala	EUR 000	9,862	-22,635	-22,167	-34,826	-134,518	-19,888	-21,166	-23,036	-24,776	-26,590	-28,339	-30,491	-30,773
<b>Neto novčani tok</b>	<b>EUR 000</b>	<b>9,417</b>	<b>-125,530</b>	<b>-210,606</b>	<b>72,691</b>	<b>193,472</b>	<b>316,568</b>	<b>321,998</b>	<b>328,111</b>	<b>335,729</b>	<b>344,762</b>	<b>354,388</b>	<b>366,467</b>	<b>369,221</b>
Diskontiranje sredinom perioda	EUR 000	0.25	1.0	2.0	3.0	4.0	5.0	6.0	7.0	8.0	9.0	10.0	11.0	12.0
Diskontni faktor	EUR 000	0.970	0.885	0.783	0.693	0.613	0.543	0.480	0.425	0.376	0.333	0.295	0.261	0.231
<b>Sadašnja vrednost neto novčanog toka</b>	<b>EUR 000</b>	<b>9,134</b>	<b>-111,088</b>	<b>-164,936</b>	<b>50,378</b>	<b>118,660</b>	<b>171,821</b>	<b>154,662</b>	<b>139,467</b>	<b>126,288</b>	<b>114,766</b>	<b>104,399</b>	<b>95,537</b>	<b>85,182</b>

IZRAČUN REZIDUALNE VREDNOSTI	EUR 000
NOPAT (operativna dobit umanjena za poreze, zadnja godina projekcije)	363,931
NOPAT (operativna dobit umanjena za poreze, rezidualni period)	378,488
Promena u obrtnom kapitalu	-24,341
Investicije = amortizacija	0
Neto novčani tok (rezidualni period)	354,148
Rezidualna vrednost (nominalno)	3,934,973
Sadašnja vrednost rezidualne vrednosti	907,821

PRETPOSTAVKE	
Prosečni ponderisani trošak kapitala	13.0%
Rast u rezidualnom razdoblju	4.0%
Obrtni kapital (% prihoda), rezidualni period	11%
Diskont za neutrživost (marketability discount)	5.0%

		6/30/2008
Sadašnja vrednost novčanog toka (eksplicitni period)	EUR 000	894,268
Sadašnja vrednost novčanog toka (rezidualni period)	EUR 000	907,821
<b>Vrednost poslovanja pre odbitka duga (Enterprise Value)</b>	<b>EUR 000</b>	<b>1,802,090</b>
Manje: Vrednost duga	EUR 000	-494,935
Plus: Neoperativna imovina	EUR 000	336,581
Plus: Novac i novčani ekvivalenti	EUR 000	43,692
Fer tržišna vrednost kapitala (100%)	EUR 000	1,687,428
<b>Fer tržišna vrednost kapitala (100%), zaokruženo</b>	<b>EUR 000</b>	<b>1,690,000</b>
<i>(kontrolna, utrživa osnova)</i>		
Manje: Diskont za neutrživost (marketability discount)	EUR 000	-90,104
Fer tržišna vrednost kapitala (100%)	EUR 000	1,597,323
<b>Fer tržišna vrednost kapitala (100%), zaokruženo</b>	<b>EUR 000</b>	<b>1,600,000</b>
<i>(kontrolna, neutrživa osnova)</i>		

## ANALIZA OSETLJIVOSTI

Vrednost kapitala (100%), EUR 000: WACC / rezidualni rast

	12.5%	13.0%	13.5%
3.0%	1,640,000	1,520,000	1,410,000
4.0%	1,730,000	1,600,000	1,480,000
5.0%	1,850,000	1,700,000	1,560,000

EBIT 2012, vrednost kapitala, EUR 000: promena cene sirove nafte (%)

Promena cene sirove nafte (%)						
-15.0%	-10.0%	-5.0%	0.0%	5.0%	10.0%	15.0%
108,550	141,162	173,774	206,386	238,998	271,610	304,221
819,280	1,078,628	1,337,975	1,597,323	1,856,671	2,116,019	2,375,366

U DCF metodi procene, u Scenariju 1 korišćene su sledeće pretpostavke:

- Projekcija cene sirove nafte na temelju medijana relevantnih projekcija izrađenih od strane “Economist Intelligence Unit” i “Deutsche Bank” za period između 2008. i 2012. godine, te nakon toga uvećanje cene za planiranu stopu inflacije u euro zoni;
- Stopa rasta od 4% u rezidualnom periodu (planirana stopa rasta u zadnjih 8 godina projekcije iznosi od 5% do 6%);
- Prosečni ponderisani trošak kapitala u iznosu od 13%;
- Pretpostavljeni iznos kapitalnih investicija u rezidualnom periodu će biti jednak iznosu amortizacije;
- Obrtni kapital u rezidualnom periodu će biti u istom omeru u odnosu na prihode kao u zadnjoj godini projekcije (10.6%);
- Neposlovna imovina u iznosu od 337 milijuna EUR sastoji se od investicionih nekretnina, učešća u pravnim licima, te ostalih dugoročnih finansijskih potraživanja (vidi sekciju 6.7).

## 5.11 Projekcija neto novčanog toka i sažetak DCF procene – Scenario 2

Projekcija novčanog toka temeljena na pretpostavkama Scenarija 2 (cena sirove nafte raste prema analizi «IEA International Energy Outlook 2008» je prikazana u sledećoj tabeli:

Tabela 5-62 Projekcija novčanog toka – Scenario 2:

IZRAČUN NETO NOVČANOG TOKA		2008 2P	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Operativni prihodi	EUR 000	1,126,776	2,449,386	2,891,025	3,195,011	4,329,509	4,552,722	4,797,062	5,062,503	5,348,397	5,655,869	5,986,193	6,340,793	6,721,250
Operativni troškovi	EUR 000	-1,044,359	-2,224,808	-2,660,265	-2,960,692	-4,042,287	-4,251,004	-4,482,223	-4,732,669	-5,001,532	-5,289,751	-5,591,112	-5,921,369	-6,187,096
<b>Operativna dobit (EBIT)</b>	<b>EUR 000</b>	<b>82,417</b>	<b>224,578</b>	<b>230,761</b>	<b>234,319</b>	<b>287,223</b>	<b>301,717</b>	<b>314,839</b>	<b>329,833</b>	<b>346,865</b>	<b>366,118</b>	<b>395,081</b>	<b>419,424</b>	<b>534,154</b>
Porez na dobit	EUR 000	-4,121	-22,458	-11,538	-11,716	-14,361	-15,086	-15,742	-16,492	-17,343	-18,306	-19,754	-20,971	-26,708
<b>Operativna dobit umanjena za porez (NOPAT)</b>	<b>EUR 000</b>	<b>78,296</b>	<b>202,120</b>	<b>219,223</b>	<b>222,603</b>	<b>272,861</b>	<b>286,631</b>	<b>299,097</b>	<b>313,342</b>	<b>329,522</b>	<b>347,812</b>	<b>375,327</b>	<b>398,453</b>	<b>507,446</b>
Amortizacija	EUR 000	52,481	118,255	147,646	170,924	179,696	182,960	186,388	189,987	193,766	197,733	193,890	198,265	106,644
<b>Bruto novčani tok</b>	<b>EUR 000</b>	<b>130,777</b>	<b>320,375</b>	<b>366,868</b>	<b>393,527</b>	<b>452,557</b>	<b>469,591</b>	<b>485,485</b>	<b>503,328</b>	<b>523,287</b>	<b>545,545</b>	<b>569,217</b>	<b>596,717</b>	<b>614,089</b>
Kapitalne investicije	EUR 000	-131,222	-398,775	-482,945	-215,392	-47,772	-50,160	-52,668	-55,301	-58,067	-60,970	-64,018	-67,219	-70,580
Promena obrtnog kapitala	EUR 000	9,862	-37,528	-53,816	-36,331	-143,741	-25,508	-27,344	-29,804	-32,156	-34,631	-37,095	-40,022	-41,142
<b>Neto novčani tok</b>	<b>EUR 000</b>	<b>9,417</b>	<b>-115,928</b>	<b>-169,892</b>	<b>141,804</b>	<b>261,045</b>	<b>393,923</b>	<b>405,472</b>	<b>418,223</b>	<b>433,065</b>	<b>449,944</b>	<b>468,104</b>	<b>489,476</b>	<b>502,367</b>
Diskontiranje sredinom perioda	EUR 000	0.25	1.0	2.0	3.0	4.0	5.0	6.0	7.0	8.0	9.0	10.0	11.0	12.0
Diskontni faktor	EUR 000	0.970	0.885	0.783	0.693	0.613	0.543	0.480	0.425	0.376	0.333	0.295	0.261	0.231
<b>Sadašnja vrednost neto novčanog toka</b>	<b>EUR 000</b>	<b>9,134</b>	<b>-102,591</b>	<b>-133,051</b>	<b>98,277</b>	<b>160,104</b>	<b>213,806</b>	<b>194,756</b>	<b>177,770</b>	<b>162,902</b>	<b>149,780</b>	<b>137,898</b>	<b>127,605</b>	<b>115,899</b>

IZRAČUN REZIDUALNE VREDNOSTI	EUR 000
NOPAT (operativna dobit umanjena za poreze, zadnja godina projekcije)	507,446
NOPAT (operativna dobit umanjena za poreze, rezidualni period)	527,744
Promena u obrtnom kapitalu	-29,137
Investicije = amortizacija	0
Neto novčani tok (rezidualni period)	498,607
Rezidualna vrednost (nominalno)	5,540,075
Sadašnja vrednost rezidualne vrednosti	1,278,128

PRETPOSTAVKE	
Prosečni ponderisani trošak kapitala	13.0%
Rast u rezidualnom razdoblju	4.0%
Obrtni kapital (% prihoda), rezidualni period	11%
Diskont za neutrživost (marketability discount)	5.0%



		6/30/2008
Sadašnja vrednost novčanog toka (eksplicitni period)	EUR 000	1,312,288
Sadašnja vrednost novčanog toka (rezidualni period)	EUR 000	1,278,128
<b>Vrednost poslovanja pre odbitka duga (Enterprise Value)</b>	<b>EUR 000</b>	<b>2,590,416</b>
Manje: Vrednost duga	EUR 000	-494,935
Plus: Neoperativna imovina	EUR 000	336,581
Plus: Novac i novčani ekvivalenti	EUR 000	43,692
Fer tržišna vrednost kapitala (100%)	EUR 000	2,475,754
<b>Fer tržišna vrednost kapitala (100%), zaokruženo</b>	<b>EUR 000</b>	<b>2,480,000</b>
<i>(kontrolna, utrživa osnova)</i>		
Manje: Diskont za neutrživost (marketability discount)	EUR 000	-129,521
Fer tržišna vrednost kapitala (100%)	EUR 000	2,346,233
<b>Fer tržišna vrednost kapitala (100%), zaokruženo</b>	<b>EUR 000</b>	<b>2,350,000</b>
<i>(kontrolna, neutrživa osnova)</i>		

## ANALIZA OSETLJIVOSTI

Vrednost kapitala (100%), EUR 000: WACC / rezidualni rast

	12.5%	13.0%	13.5%
3.0%	2,400,000	2,230,000	2,080,000
4.0%	2,530,000	2,350,000	2,180,000
5.0%	2,710,000	2,490,000	2,300,000

EBIT 2012, vrednost kapitala, EUR 000: promena cene sirove nafte (%)

Promena cene sirove nafte (%)						
-15.0%	-10.0%	-5.0%	0.0%	5.0%	10.0%	15.0%
177,262	213,915	250,569	287,223	323,876	360,530	397,184
1,455,853	1,752,647	2,049,440	2,346,233	2,643,026	2,939,820	3,236,613

U DCF metodi procene, u Scenariju 2 korišćene su sledeće pretpostavke:

- Projekcija cene sirove nafte na temelju medijana relevantnih projekcija izrađenih od strane “Economist Intelligence Unit” i “Deutsche Bank” za 2008. godinu. Nakon 2008. godine pretpostavljena je prosečna stopa rasta cene sirove nafte sukladno planiranoj ceni nafte prema analizi «IEA International Energy Outlook 2008;
- Stopa rasta od 4% u rezidualnom periodu (planirana stopa rasta u zadnjih 8 godina projekcije iznosi 5%);
- Prosečni ponderisani trošak kapitala u iznosu od 13%;
- Pretpostavljeni iznos kapitalnih investicija u rezidualnom periodu će biti jednak iznosu amortizacije;
- Obrtni kapital u rezidualnom periodu će biti u istom omeru u odnosu na prihode kao u zadnjoj godini projekcije (10.8%);
- Neposlovna imovina u iznosu od 337 milijuna EUR sastoji se od investicionih nekretnina, učešća u pravnim licima, te ostalih dugoročnih finansijskih potraživanja (vidi sekciju 6.7).

## 5.12 DCF zaključak o vrednosti

Sažetak procene vrednosti NIS-a koristeći DCF metodu procene je prikazan u sledećoj tabeli:

Tabela 5-63 DCF zaključak o vrednosti – Scenario 1 i Scenario 2:

Scenario - u zavisnosti od cene sirove nafte:	Valuta	Donja granica	Prosek (zaok.)	Gornja granica
Scenario 1 (cena sirove nafte kao medijana projekcija "EIU" i "DB")	EUR 000	1,480,000	1,605,000	1,730,000
Scenario 2 (cena sirove nafte raste u skladu sa predviđanjima "International Energy Outlook 2008", IEA)	EUR 000	2,180,000	2,355,000	2,530,000
<b>DCF zaključak vrednost (100% kapitala)</b>		<b>1,830,000</b>	<b>1,980,000</b>	<b>2,130,000</b>

Kao što se može videti iz tabele iznad, na temelju činjenica, pretpostavki i metodologije procene sukladno metodi diskontovanog novčanog toka, naše je mišljenje da fer tržišna vrednost 100% kapitala NIS-a, na neutrživoj kontrolnoj osnovi, na dan 30 juna 2008. godine iznosi **1,980,000 hiljada EUR**.

## 6 Procena vrednosti kapitala metodom Neto imovine

Procena vrednosti kapitala korišćenjem metoda neto imovine je metod vrednovanja kapitala Preduzeća koji se bazira na utvrđivanju fer tržišne vrednosti *celokupne* imovine i *svih* obaveza Preduzeća na dan procene. Stoga smo imovinu i obaveze Preduzeća grupisali u kategorije i vrednovali svaku grupu sredstava koristeći odgovarajuću metodologiju procene vrednosti.

Imovina i obaveze Preduzeća su grupisane u sledeće kategorije:

- Nematerijalna sredstava – koja uključuju koncesije, softver i ostala nematerijalna ulaganja,
- Nekretnine, postrojenja i oprema – koji uključuju nekretnine, postrojenja i opremu kao i investicione nekretnine,
- Dugoročne finansijske plasmane – koji se sastoje od vlasništva u drugim pravnim licima kao i potraživanja za date dugoročne kredite
- Obrtna imovina – koja obuhvata sredstva kao što su zalihe, kratkoročna potraživanja, gotovinu i gotovinske ekvivalente i slično.
- Dugoročne obaveze – Obaveze koje se sastoje od dugoročnih kredita, dugoročnih finansijskih obaveza i dugoročnih rezervisanja.
- Kratkoročne obaveze – Obaveze koje se najvećim delom sastoje od obaveza iz poslovanja i kratkoročnih finansijskih obaveza.

Prvi korak u primeni metoda neto imovine za potrebe procene vrednosti kapitala NIS-a je bio da se izvrši reklasifikacija određenih pozicija bilansa stanja na dan 30. juna 2008. godine. Reklasifikacija je bila potrebna u cilju pripreme bilansa stanja u formi koja je u skladu sa potrebama procene, odnosno da se sve pozicije bilansa stanja iskažu u skladu sa Međunarodnim standardima finansijskog izveštavanja (IFRS).

Nakon inicijalne reklasifikacije, sproveli smo određene korekcije na pojedinim pozicijama bilansa stanja u skladu sa zahtevima Međunarodnih standarda finansijskog izveštavanja (IFRS) kako bi se tim postupkom svela njihovu vrednost na fer tržišnu vrednost.

Sledeći korak u procesu procene kapitala metodom neto imovine bio je da se izvrši procena celokupne imovine i svih obaveza identifikovanih na datum procene. Prilikom vrednovanja nekretnina, postrojenja i obaveza pouzdali smo se na procene koje su izvršili nezavisni procenitelji specijalisti za pojedinačnu vrstu imovine.

Tek nakon što su obavljene prethodno opisane korakci, bili smo u mogućnosti da donesemo zaključak o vrednosti kapitala Preduzeća na dan 30. juna 2008. godine, kao razlici procenjene fer tržišne vrednosti imovine preduzeća i svih identifikovanih obaveza.

## 6.1 Reklasifikacije sprovedene u bilansu stanja na dan 30. juna 2008. godine

Prvi korak u proceni kapitala Preduzeća korišćenjem metode neto imovine je bio reklasifikacija pojedinih pozicija u bilansu stanja na dan 30. juna 2008. godine. Sprovedene reklasifikacije su prikazane u sledećoj tabeli:

Tabela 6-1 Sprovedene reklasifikacije u bilansu stanja Preduzeća na dan 30. juna 2008. godine

Bilans stanja	Napomena	Bilans stanja na dan 30 jun 2008	Reklasifikacije	Reklasifikovani bilans stanja na dan 30 jun 2008
<b>STALNA IMOVINA</b>		<b>1,423,620</b>	<b>38,997</b>	<b>1,462,617</b>
Nematerijalna ulaganja		55,197	-	55,197
<b>Nekretnine, postrojenja i oprema i biološka sredstva</b>	<b>6.1.1</b>	<b>1,222,098</b>	<b>17,063</b>	<b>1,239,161</b>
Nekretnine, postrojenja i oprema		1,212,742	(82,724)	1,130,018
Investicione nekretnine		9,356	99,787	109,143
<b>Dugoročni finansijski plasmani</b>	<b>6.1.2</b>	<b>146,324</b>	<b>21,934</b>	<b>168,258</b>
<b>OBRтна IMOVINA</b>	<b>6.1.3</b>	<b>789,578</b>	<b>(38,997)</b>	<b>750,581</b>
Zalihe		486,637	(28,049)	458,588
<b>Kratkoročna potraživanja, plasmani i gotovina</b>		<b>296,768</b>	<b>(10,948)</b>	<b>285,820</b>
Potraživanja		7,855	-	7,855
Dati avansi		206,187	-	206,187
Kratkoročni finansijski plasmani		21,778	(17,727)	4,051
Gotovinski ekvivalenti i gotovina		34,636	6,779	41,415
PDV i aktivna vremenska razgraničenja		26,313	-	26,313
<b>Odložena poreska sredstva</b>		<b>6,173</b>	<b>-</b>	<b>6,173</b>
<b>POSLOVNA IMOVINA</b>		<b>2,213,198</b>	<b>-</b>	<b>2,213,198</b>
<b>UKUPAN KAPITAL</b>		<b>1,309,411</b>	<b>-</b>	<b>1,309,411</b>
<b>DUGOROČNA REZERVISANJA I OBAVEZE</b>	<b>6.1.4</b>	<b>174,167</b>	<b>(12,586)</b>	<b>161,581</b>
Dugoročna rezervisanja		15,220	30	15,250
<b>Dugoročne obaveze</b>		<b>158,947</b>	<b>(12,616)</b>	<b>146,331</b>
Dugoročni krediti		156,702	(12,616)	144,085
Ostale dugoročne obaveze		2,246	-	2,246
<b>KRA TKOROČNE OBAVEZE</b>	<b>6.1.4</b>	<b>729,620</b>	<b>12,586</b>	<b>742,206</b>
Kratkoročne finansijske obaveze		334,933	12,616	347,549
Obaveze iz poslovanja		275,580	(30)	275,551
Ostale kratkoročne obaveze i PVR		87,715	-	87,715
Obaveze po osnovu PDV i ostalih javnih prihoda		39,681	-	39,681
Obaveze po osnovu poreza na dobitak		(8,289)	-	(8,289)
<b>UKUPNE OBAVEZE</b>		<b>903,787</b>	<b>-</b>	<b>903,787</b>

Obzirom da se svaki navedeni iznos reklasifikacije sastoji iz nekoliko različitih reklasifikacija, svaku od njih ćemo opisati posebno:

## *6.1.1 Nekretnine, postrojenja i oprema*

Tokom analiziranja liste nekretnina, postrojenja i opreme evidentiranih u poslovnim knjigama Preduzeća, identifikovali smo građevinske objekte koje Preduzeće koristi ali koji uz mala ili nikakva ulaganja mogu da budu stavljeni u produktivniju upotrebu (*eng. the highest and best use*). Za potrebe procene vrednosti ovi građevinski objekti su reklasifikovani na investicione nekretnine. Sadašnja knjigovodstvena vrednosti ovih objekata na datum procene iznosila je 99.787.000 EUR.

Takođe, u okviru osnovnih sredstava identifikovali smo stanove koji su dati zaposlenima u dugoročni zakup. Zakupci periodično otplaćuju stanove te je Preduzeće iskazalo vrednost ovih stanova u iznosu očekivanih priliva. Ovi stanovi su, u skladu sa stvarnom prirodom imovine, reklasifikovani na poziciju dugoročnih finansijskih plasmana u ukupnom iznosu od 10.986.000 EUR.

Identifikovali smo u okviru pozicije zaliha određene rezervne delove koji su vitalni za funkcionisanje delova postrojenja u iznosu od 28.049.000 EUR. Ovi rezervni delovi su reklasifikovani na poziciju nekretnina, postrojenja i opreme.

## *6.1.2 Dugoročni finansijski plasmani*

Dugoročni finansijski plasmani su uvećani za vrednost stanova koji su dati zaposlenima u zakup (ukupan iznos od 10.986.000 EUR) koji su reklasifikovani sa pozicije nekretnina, postrojenja i opreme, kao što je objašnjeno u prethodnom paragrafu.

U cilju lakšeg određivanja vrednosti neposlovne imovine reklasifikovali smo tekuća dospeća dugoročnih kredita sa kratkoročnih finansijskih plasmana na dugoročne finansijske plasmane. Ukupan iznos reklasifikovanih tekućih dospeća je 13.502.000 EUR.

Akcije kojima se trguje na berzi, a koje su bile klasifikovane kao učešća u kapitalu u neto iznosu od 2.554.000 EUR su reklasifikovane kao hartije od vrednosti namenjene prodaji i predstavljaju deo obrtne imovine.

## *6.1.3 Obrtna imovina*

Kao što je navedeno u sklopu objašnjenja reklasifikacija nekretnina, postrojenja i opreme, rezervni delovi koji su vitalni za funkcionisanje postrojenja, u ukupnom iznosu od 28.049.000 EUR, su reklasifikovani sa pozicije zaliha na poziciju nekretnina, postrojenja i opreme.

# Deloitte.

Preduzeće je bilansiralo kratkoročne finansijske plasmane u ukupnom iznosu od 21.778.000 EUR. Prethodno smo napomenuli da su tekuća dospeća dugoročnih finansijskih plasmana reklasifikovana sa kratkoročnih na dugoročne finansijske plasmane u iznosu od 13.502.000 EUR, kao i da su hartije od vrednosti namenjene prodaji reklasifikovane sa dugoročnih na kratkoročne finansijske plasmane u iznosu od 2.554.000 EUR.

Uz gore navedeno, reklasifikovali smo iznos od 6.779.000 EUR, koji se odnosi na depozite kod poslovnih banaka koji su evidentirani kao kratkoročni finansijski plasmani, a koji prema uslovima ugovora predstavljaju gotovinu i gotovinske ekvivalente.

## *6.1.4 Dugoročne i kratkoročne obaveze*

Iznos od 30.000 EUR je reklasifikovan sa pozicije obaveza iz poslovanja na poziciju ostalih dugoročnih rezervisanja.

Tokom pregledanja pozicije dugoročnih obaveza, identifikovali smo da nisu izdvojena tekuća dospeća dugoročnih kredita na račune kratkoročnih finansijskih obaveza. Ukupan iznos tekućih dospeća dugoročnih kredita koji je reklasifikovan je u visini od 12.616.000 EUR.

## **6.2 Korekcije sprovedene na reklasifikovanom bilansu stanja na dan 30. juna 2008. godine**

Nakon što su izvršene reklasifikacije u bilansu stanja na dan 30. juna 2008. godine, sproveli smo korekcije pojedinih pozicija bilansa stanja kako bismo vrednost tih pozicija sveli na fer tržišnu vrednost. Korekcije su sprovedene u saglasnosti sa Međunarodnim standardima finansijskog izveštavanja (IFRS) i nezavisnom procenom nematerijalnih ulaganja, nekretnina, postrojenja i opreme i zaliha.

## **6.3 Nematerijalna ulaganja**

### *6.3.1 Uvod*

Osim nekretnina, postrojenja i opreme, na dan procene NIS poseduje značajna nematerijalna ulaganja. Nematerijalna ulaganja definišu se kao nemonetarna sredstva koja nisu vidljiva, opipljiva ili fizički merljiva. Nematerijalna ulaganja nastaju ili protokom vremena i/ili kroz uloženi napor, i moguće ih je identifikovati kao sredstva nezavisno od materijalne imovine. Postoje dva osnovna oblika nematerijalnih ulaganja – nematerijalna ulaganja zasnovana na pravnoj osnovi i nematerijalna ulaganja koja su zasnovana na konkurentnoj prednosti (kao što su na primer know-

how). Nematerijalna ulaganja zasnovana na pravnoj osnovi nose sa sobom zakonom zagarantovana prava, dok nematerijalna ulaganja zasnovana na konkurentskoj prednosti, direktno utiču na efektivnost, produktivnost, i/ili profitabilnost preduzeća. Ljudski resursi su, u današnjim organizacijama, najznačajniji izvor konkurentске prednosti.

U saglasnosti sa Međunarodnim standardima finansijskog izveštavanja (MSFI) nematerijalna ulaganja su vrednovana po nabavnoj vrednosti koja je generalno značajno manja od njihove fer tržišne vrednosti. Jedino ukoliko su nematerijalna ulaganja pribavljena kroz preuzimanje preduzeća, na taj način je njihova vrednost potvrđena, i ona se prikazuju u konsolidovanim finansijskim izveštajima. Nematerijalna ulaganja u NIS a.d., Novi Sad su u finansijskim izveštajima prikazana po nabavnoj vrednosti.

U prvom koraku u proceni nematerijalnih ulaganja identifikovali smo ona koja nisu prikazana u finansijskim izveštajima Preduzeća. Identifikovali smo dva značajna nematerijalna ulaganja koja nisu prikazana u finansijskim izveštajima NIS a.d. na dan procene:

- Kvalifikovanu radnu snagu – vrednost kolektiva (trained and assembled workforce)
- Koncesiona prava – istraživanje i eksploatacija sirove nafte i prirodnog gasa u Srbiji

Za nematerijalna ulaganja prikazana u finansijskim izveštajima NIS-a na datum procene vrednosti izvršili smo analizu očekivanih budućih ekonomskih koristi pojedinih ulaganja tokom njihovog preostalog životnog veka. Takođe, sprovedli smo i analizu eventualnih potreba za obezvređenje nematerijalnih ulaganja na datum procene. Najveći deo vrednosti nematerijalnih ulaganja prikazanih u finansijskim izveštajima se odnosi na intelektualnu svojinu poput kompjuterskog softvera, tehničkih planova, kao i tehničkih nacrti i specifikacija prikazanih po troškovnom metodu, koji reflektuje trenutnu tržišnu vrednost pomenutih ulaganja.

### *6.3.2 Kvalifikovana radna snaga*

Kvalifikovana snaga predstavlja značajnu nematerijalnu vrednost koja omogućava kontinuirano poslovanje. Osim vrednosti kvalifikovane radne snage koja se na tržištu radne snage može izraziti visinom plate, ona ima i jednu dodatnu vrednost koja potiče iz uštede troškova ponovnog formiranja postojeće radne snage. Prilikom procene vrednosti kvalifikovane radne snage pretpostavljeno je da bi, u slučaju potrebe za zamenom postojećih zaposlenih novozaposlenima sa istim ili približnim znanjem i sposobnostima, nastali značajni izdaci za potrebe regrutovanja, selekcije i obuke

zaposlenih. U slučaju preuzimanja preduzeća, kupac bi preuzimanjem postojećih zaposlenih izbegao troškove vezane za proces zapošljavanja i obuke. Vrednost kvalifikovane radne snage je predstavljena kroz potencijalne troškove ponovnog formiranja novog kolektiva (*eng. assemblage cost avoided*). Samim tim, troškovni metod je najpogodniji za vrednovanje ovog resursa. Ovaj metod je zasnovan na proceni troškova regrutovanja, selekcije i obuke zaposlenih.

Troškovi regrutovanja se odnose na proces zapošljavanja, s tim što novozaposleni mogu biti sa iskustvom ili bez iskustva. Osnovni elementi troškova zapošljavanja predstavljaju troškove angažovanja agencija za zapošljavanje, oglašavanja i pratećih troškova. Zaposleni NIS-a se prema kvalifikacijama mogu podeliti u pet obrazovnih kategorija:

1. Nekvalifikovani zaposleni,
2. Srednja stručna sprema,
3. Kvalifikovani zaposleni,
4. Zaposleni sa višom stručnom spremom i
5. Zaposleni sa visokom stručnom spremom.

Pretpostavili smo da za svaku kategoriju zaposlenih postoji razlika u specifičnim troškovima zapošljavanja koji su direktno srazmerni nivou obrazovanja. Procenjeni troškovi zapošljavanja su predstavljeni u okviru sledeće tabele kao procenat od prosečne godišnje zarade po zaposlenom.

**Tabela 6-2 Troškovi zapošljavanja u izraženi kao procenat prosečne godišnje zarade po zaposlenom**

Kategorija zaposlenih	Troškovi zapošljavanja u % od prosečne godišnje zarade po zaposlenom
Nekvalifikovani zaposleni	0%
Srednja stručna sprema	0%
Kvalifikovani radnici	8%
Viša stručna sprema	13%



Kategorija zaposlenih	Troškovi zapošljavanja u % od prosečne godišnje zarade po zaposlenom
Visoka stručna sprema	25%

Izvor: Obračun Deloitte

Pretpostavka je da na tržištu radne snage postoji dovoljno nekvalifikovane radne snage i zaposlenih sa srednjom stručnom spremom, pa samim ne postoje dodatni troškovi zapošljavanja za ove kategorije. Nasuprot tome, postoji ograničena ponuda kvalifikovane radne snage pa su samim tim i izdaci vezani za zapošljavanje kvalifikovane radne snage viši.

Troškovi obuke se odnose na aktivnosti kojima se zaposleni osposobljava do nivoa performansi koji je očekivan za dato radno mesto. Troškovi obuke se sastoje iz vrednosti neproduktivnih radnih sati novozaposlenih (*eng. inefficiency training cost*) i neproduktivnih radnih sati supervizora zaduženih za obuku (*eng. direct training cost*) tokom prvih meseci nakon zapošljavanja. Troškovi obuke su iskazani u procentima umanjena produktivnosti i očekivanog perioda umanjene produktivnosti novozaposlenih koji variraju u zavisnosti od karakteristika radnog mesta. Procenjena umanjena produktivnosti i period umanjene produktivnosti su prikazani u narednoj tabeli.

**Tabela 6-3 Umanjena produktivnost novozaposlenih**

Kategorija zaposlenih	Umanjenje produktivnosti	Broj meseci umanjene produktivnosti
Nekvalifikovana radna snaga	50%	2
Srednja stručna sprema	50%	3
Kvalifikovana radna snaga	50%	3
Viša stručna sprema	50%	3
Visoka stručna sprema	50%	4

Izvor: Obračun Deloitte

Ukupni troškovi zapošljavanja i obuke čine ukupne troškove zamene postojećeg kolektiva novozaposlenima. Uz to, izvršili smo i obračun poreskih ušteda po osnovu pomenutih troškova zapošljavanja i obuke zaposlenih.

Tabela 6-4 Obračun vrednosti postojećeg kolektiva

"Postojeći kolektiv"	Nekvalifikovana radna snaga	Srednja stručna sprema	Kvalifikovana radna snaga	Viša stručna sprema	Iskusni zaposleni
Prosečna godišnja zarada (EUR)	13,613	13,734	15,520	16,796	25,747
Troškovi zapošljavanja kao % troškova zarade	0.00%	0.00%	8.0%	13.0%	25.0%
Broj meseci do dostizanja pune produktivnosti	2	3	3	3	4
% umanjenja produktivnosti	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%
Broj zaposlenih	2,224	4,625	2,277	974	2,247
Troškovi zapošljavanja	-	-	1,242	2,183	6,437
<b>Ukupni troškovi zapošljavanja</b>	-	-	<b>2,827,120</b>	<b>2,126,702</b>	<b>14,463,233</b>
Gubici po osnovu umanjenje produktivnosti	1,134	1,717	1,940	2,099	4,291
<b>Ukupno troškovi umanjene produktivnosti</b>	<b>2,522,889</b>	<b>7,939,770</b>	<b>4,417,375</b>	<b>2,044,906</b>	<b>9,642,155</b>
<b>Ukupni troškovi zamene zaposlenih</b>	<b>2,522,889</b>	<b>7,939,770</b>	<b>7,244,495</b>	<b>4,171,608</b>	<b>24,105,388</b>
Poreske uštede					4,598,415
<b>Fer vrednost postojećeg kolektiva</b>					<b>41,386,000</b>

Izvor: Obračun Deloitte

Kao što je prikazano u prethodnoj tabeli, procenjena tržišna vrednost postojećeg kolektiva primenom troškovnog metoda na dan procene iznosi **EUR 41.386.000** (zaokruženo).

### *6.3.3 Koncesiona prava – istraživanje i eksploatacija sirove nafte i prirodnog gasa u Srbiji*

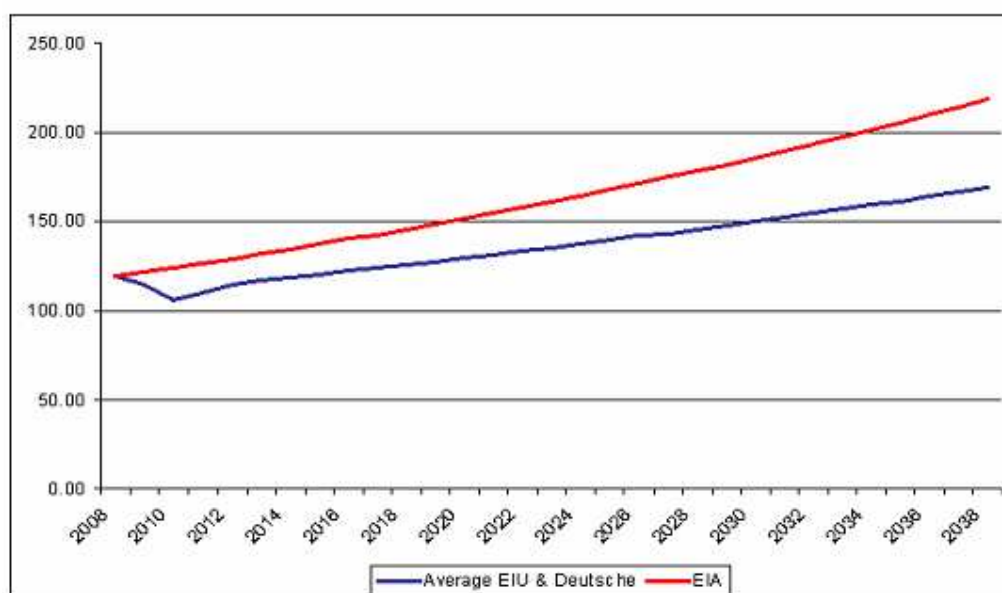
#### *6.3.3.1 „EXCESS EARNING METODA“*

Procena vrednosti koncesionih prava NIS-a na istraživanje i eksploataciju sirove nafte i prirodnog gasa je izvršena primenom prinostnog metoda poznatog kao *multi-period excess earnings* metod. Ovaj metod se zasniva na sadašnjoj vrednosti buduće dobiti generisane tokom preostalog koncesionog perioda. Sadašnja vrednost buduće dobiti je izračunata na osnovu diskontovanih novčanih tokova proizašlih iz prihoda koji se mogu pripisati koncesionom pravu. Naša procena je ograničena samo na koncesiona prava i naftne bušotine koje su postojale na datum procene. Obračun očekivanih novčanih tokova direktno povezanih sa koncesijom je izvršen na osnovu predviđanja rukovodstva Preduzeća u vezi sa očekivanom proizvodnjom sirove nafte i prirodnog gasa, kao i varijabilnih i fiksnih troškova proisteklih iz procesa proizvodnje. Prihodi su projektovani na osnovu očekivanih cena nafte i gasa u budućem period u kom je profitabilna eksploatacija postojećih naftnih polja moguća.

Obim proizvodnje je projektovan na osnovu očekivanja rukovodstva Preduzeća za period 2008.-2011. godine. Za period nakon 2011. godine, na osnovu razgovora sa rukovodstvom Preduzeća predvideli smo opadajući trend u proizvodnji sirove nafte i prirodnog gasa po stopi od 3% godišnje. Obim proizvodnje prirodnog gasa je za potrebe projekcija izražen u BOE („barrel oil equivalent“), primenom koeficijenta konverzije 1256 (m<sup>3</sup> u bbl).

U stvarnosti NIS se na bavi prometom sirove nafte, već vrši preradu sirove nafte, a celokupna proizvodnja prirodnog gasa je namenjena za prodaju Srbijagasu. Za potrebe projektovanja prihoda bilo je neophodno predvideti prodajnu cenu nafte i prirodnog gasa u budućem periodu, na osnovu velikog broja izvora informacija iz kojih smo izdvojili najznačajnije. Posebno smo se oslanjani na očekivanja Economist Intelligence Unit u publikaciji Global Outlook iz avgusta 2008. godine, Deutsche Bank objavljenih u BP analyst report od 30. jula 2008. godine, NYMEX fjučers cene nafte od 22. avgusta 2008. godine i junsko izdanje International Energy Outlook 2008 udruženja Energy Information Administration (EIA). Zajednička karakteristika podataka svih navedenih izvora je očekivani kratkoročni pad cene sirove nafte u odnosu na 30. jun 2008. godine, a zatim umereni dugoročni rast cena. Detaljniji pregled očekivanih kretanja cene sirove nafte je dan u okviru sekcije Diskontovani novčani tokovi.

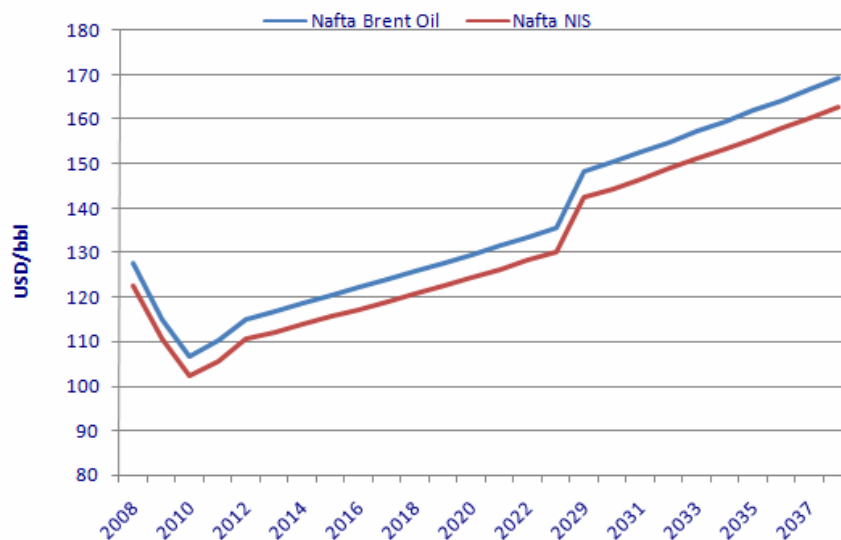
Slika 6-5 Očekivana kretanja cena nafte tipa Brent kao prosek Economist Intelligence Unit i Deutsche Bank sa jedne strane i EIA sa druge strane



Izvor: Obračun Deloitte

Za potrebe procene vrednosti koncesionih prava za istraživanje i eksploataciju nafte i prirodnog gasa u Srbiji predvideli smo dva scenarija kretanja budućih cena sirove nafte. U scenariju 1 predvideli smo cenu sirove nafte u periodu 2008. – 2012. kao prosek projekcija Economist Intelligence Unit i Deutsche Bank. U periodu posle 2012. godine smo predvideli da će cena sirove nafte da raste u skladu sa projektovanom Evro inflacijom od 1,5% godišnje. U drugom scenariju smo predvideli da će cena sirove nafte u 2008. godini biti na nivou proseka cena kao što je to predviđeno u projekcijama Economist Intelligence Unit i Deutsche Bank a da će u periodu posle 2008. godine cene sirove nafte da linearno rastu tako da 2030. godine dostignu cenu od 186 USD, kao što je to prognozirano od strane EIA. Za potrebe projekcija proizvođačke cene nafte NIS-a, a na osnovu informacija o kvalitetu i proizvođačke specifikacije nafte koju nudi NIS, pretpostavili smo da će cene NIS-a biti 3,6% niže u odnosu na Brent naftu.

Slika 6-6 Očekivana kretanja cene sirove nafte



Izvor: Obračun Deloitte

Očekivani prihodi su umanjeni za varijabilne i fiksne poslovne rashode. Poslovni rashodi su projektovani na osnovu prosečno ostvarenih troškova u period 2005. - prva polovina 2008. godine. Tako su varijabilni troškovi za drugu polovinu 2008. godine procenjeni na EUR 4,79/BOE, dok su fiksni troškovi za isti period procenjeni na EUR 37.575.689. Za ostatak perioda projekcije očekivani rast varijabilnih troškova je projektovan u skladu sa kretanjem cena sirove nafte. Rast fiksnih troškova, izuzev troškova zarada je projektovan u skladu sa očekivanom EUR inflacijom. Očekivani rast troškova zarada je nešto brži u odnosu na rast ostalih troškova i projektovan je u skladu sa očekivanom stopom nominalnog rasta BDP. Pored toga, pretpostavili smo rast fiksnih troškova u skladu sa povećanjem produktivnosti. Dok su na kratak rok fiksni troškovi teorijski na istom nivou, u stvarnosti je uočljiv postepen porast ovih troškova.

Na osnovu važećih propisa Republike Srbije u oblasti rudarstva i energetike rukovodili smo se pretpostavkom da će koncesiona naknada ostati neizmenjena – 3% od ostvarenih prihoda tokom perioda projekcije.

Nezavisno od operativnih troškova, procenili smo izdatke koji se odnose na ulaganja u angažovana sredstva, kao i ulaganja u obrtna sredstva za ceo projektovani period. Važno je istaći da procenjena fer vrednost angažovanih sredstava menja tokom perioda. Vrednost obrtnih sredstava i materijalne imovine je takođe promenjiva tokom projektovanog perioda, a prinos na angažovana sredstva je računat na prosečnu vrednost sredstava u toku godine. Prosečno stanje materijalne imovine podleže linearnoj amortizaciji, a uvećava se za iznos

investicija u osnovna sredstva. U prvim godinama projektovani troškovi prevazilaze amortizaciju, dok su krajem posmatranog perioda investicije približno jednake amortizaciji.

Kao zahtevana stopa povraćaja za aktivnosti istraživanja i eksploatacije sirove nafte korišćena je prosečna ponderisana cena kapitala (PPCK)

**Tabela 5-7 Zahtevana stopa povraćaja**

Imovina	Zahtevana stopa povraćaja
Sastav radne snage	14%
Stalna imovina	12%
Obrtna sredstva	5.96%

*Izvor: Obračun Deloitte*

Da bi preduzeće imalo koristi od nematerijalnih ulaganja, neophodno je da angažuje dodatna stalna sredstva a što za sobom povlači dodatne troškove. Povraćaj na angažovana sredstva upravo se odnosi na zahtevanu stopu povraćaja zbog ulaganja u ta sredstva. Tokovi gotovine koji se generišu tokom projektovanog perioda a po osnovu korišćenja koncesionog prava, moraju biti barem toliki da nadoknade troškove zamene osnovnih sredstava i da vlasniku obezbede povraćaj po tržišnoj stopi. Stope povraćaja direktno su zavisne od anticipiranog rizika koji nosi svako sredstvo. Stopa povraćaja za angažovanu radnu snagu i za obavljanje poslova istraživanja i eksploatacije nafte utvrđena je na nivou PPCK za granu istraživanja i proizvodnje nafte. Ulaganja u obrtna sredstva procenjena su uzimajući u obzir trenutnu cenu duga Preduzeća.

Da bi se odredila diskontna stopa neophodno je utvrditi cenu svakog elementa koji čini ukupan kapital preduzeća, a zatim primeniti određene pondere koji predstavljaju učešće svakog od elemenata u ukupnom kapitalu. Cena kapitala sastoji se iz dve komponente - cene duga i cene sopstvenog kapitala. PPCK izračunata je na sledeći način:

$$PPCK = (1-E)*Rd + E*Re$$

gde je: E = udeo sopstvenog kapitala u ukupnom kapitalu

Rd = Cena duga

Re = Cena sopstvenog kapitala

# Deloitte.

Cena duga predstavlja kamatnu stopu po kojoj preduzeće vraća sredstva svojim kreditorima umanjena za eventualne poreske olakšice nastale korišćenjem kredita. Kako se kamata koja se plaća na pozajmljena sredstva isključuje iz poreske osnovice, finansiranjem iz duga preduzeće ostvaruje određene povoljnosti po pitanju poreza. U nastavku je prikazan obračun cene duga:

$$R_d = (1 - T_c) * R_i$$

gde je:  $R_d$  = Cena duga posle poreza

$T_c$  = Poreska stopa

$R_i$  = Cena duga pre oporezivanja

Da bi utvrdili cenu sopstvenog kapitala koristili smo CAPM model. Ovaj model bazira se na konceptu da prosečan investitor zahteva povraćaj na investiciju koji je veći od prinosa koji bi ostvario ulaganjem u državne obveznice i da je taj dodatni prinos upravo srazmeran riziku ulaganja. Veći prinos upravo predstavlja nagradu investitoru za ulaganja u imovinu koja nosi veći rizik.

Jednačina CAPM modela izgleda:

$$R_e = R_f + b \times (R_m - R_f) + \text{Premija 1} + \text{Premija 2} + \text{Premija 3}$$

Gde je:

$R_e$  = Zahtevana stopa prinosa

$R_f$  = Stopa prinosa bez rizika

$b$  = Beta faktor

$R_m$  = Tržišna premija rizika

$R_m - R_f$  = Premija rizika na sopstveni kapital

Premija 1 = Premija za veličinu preduzeća

Premija 2 = Specifični rizik preduzeća

Premija 3 = Rizik poslovanja u zemlji

Kao aproksimaciju stope povraćaja na ulaganja bez rizika primenili smo stopu povrata na nemačke državne obveznice sa rokom dospeća od 20 godina. Tržišna premija rizika preuzeta je iz Godišnjaka SBBI za 2007 objavljenog od strane Ibbotson Associates. Beta koeficijent rizika izračunali smo korišćenjem Damodaran baze podataka. Prvo smo preuzeli *unlevered* betu za naftnu industriju, a zatim smo je korigovali koristeći ciljani odnos duga i sopstvenog kapitala. Kao rezultat opisanih računica utvrdili smo preliminarnu cenu sopstvenog kapitala koja iznosi 10,89%.

# Deloitte.

U sledećem koraku korigovali smo tako dobijenu cenu sopstvenog kapitala za 3,7% što predstavlja procenjenu premiju za rizik zemlje. Kako bi procenili rizik zemlje iskoristili smo kreditni rejting Srbije izdat od strane Standard&Poor's agencije koji je BB. Kako bismo kvantifikovali rizik zemlje analizirali smo prosečan raspon prinosa između AAA i BB obveznica uz uvažavanje promenljivosti ovog parametra. Pored korekcije za rizik zemlje izvršili smo dodatnu korekciju od 1% što ilustruje specifičan rizik preduzeća. Ova premija ilustruje rizik da li će koncesiona naknada i u budućem period ostati na nivou od 3%. Nakon svih korekcija, utvrđena je cena sopstvenog kapitala koja iznosi 15,59%.

Cena duga posle poreza izračunata je primenom zakonske poreske stope od 10% i kamatne stope EURIBOR+1,1%. Tako izračunata cena duga iznosi 5,36%.

Na uzorku uporedivih preduzeća utvrdili smo medijanu odnosa duga i sopstvenog kapitala koji iznosi 0,21. Ovaj odnos korišćen je za leverovanje bete i kao ponder za izračunavanje PPCK. Na osnovu opisanih pretpostavki, izračunata je prosečna ponderisana kapitala za deo NIS-a koji se bavi istraživanjem i vađenjem nafte ("upstream") i iznosi 14% (zaokruženo).

Kako su predmet procene nematerijalna ulaganja koja se karakterišu značajno većom neizvesnošću, dodali smo dodatnih 3% i došli do diskontne stope od 17%.



Tabela 6-7 Obračun PPCK za istraživanje i proizvodnju sirove nafte

Cena kapitala	Izvor
Prosečna bezrizična stopa u Evropi	4.90% Stopa prinosa na nemačke obveznice (20 godina)
Premija rizika na sopstveni kapital	5.80% Ibbotson Associates
Beta	1.03 Damodaran
<b>Preliminarna cena kapitala</b>	<b>10.89%</b>
Premija za rizik zemlje	3.70% Deloitte calculation
Premija za veličinu	0.00%
Specifičan rizik preduzeća	1.00% Deloitte calculation
<b>Izabrana cena kapitala</b>	<b>15.59%</b>
Cena duga	
Realna cena duga pre oporezivanja	5.96% tromesečni EURIBOR + 1,1%
Efektivna stopa poreza na dobit	10.00%
Cena duga posle poreza	<u>5.36%</u>
Ciljana struktura kapitala	
Sopstveni kapital/ciljani ukupni kapital	82.65%
Dug/ciljani ukupni kapital	<b>17.35%</b>
<b>PPCK</b>	<b>14.00%</b>
<b>Premija za rizik ulaganja u nematerijalna ulaganja</b>	<b>3.00%</b>
<b>PPCK za nematerijalna ulaganja</b>	<b>17.00%</b>
Korekcije bete	
Beta unlevered	0.87
<b>Relevered beta</b>	<b>1.03</b>
<b>Tržišni D/E</b>	21.00%
D/(D+E)	17.35%
E/(D+E)	82.65%
Porez na dobit	10.00%

Izvor: Obračun Deloitte

Troškovi angažovanja neophodnih materijalnih sredstava su oduzeti od EBITDA da bi se kao rezultat dobio dobitak pre oporezivanja. Za obračun prinosa na obrtna i stalna sredstva korišćena je prosečna vrednost za svaku godinu posmatranog perioda. Vrednost stalnih sredstava izražena je na osnovu procenjene vrednosti onih sredstava koja su direktno angažovana u eksploataciji sirove nafte i prirodnog gasa (NIS Naftagas) i korigovani su za planirane investicije. Obrtna sredstva procenjena su korišćenjem industrijskog standarda prema kojem obrtna sredstva predstavljaju 5,94% prihoda, a koji objavljuje profesor Damodaran sa NY University Stren School o Business.

Konačno, da bi dobili neto gotovinski tok oduzeli smo troškove poreza izračunate po zakonskoj stopi od 10%. Neto prihod dobijen na ovaj način je diskontovan pod pretpostavkom da ne postoji sezonski uticaj kada je u pitanju generisanje novčanih tokova (*eng. mid-year discounting convention*). Kako NIS-ova koncesiona prava nisu vremenski ograničena, period diskontovanja je ograničen do godine u kojoj neto prihod postaje negativan, odnosno, za period za koji je moguće da istraživanje i eksploatacija na postojećim naftnim poljima budu profitabilni.

Obračunali smo pozitivne poreske efekte pod pretpostavkom da bi hipotetički kupac mogao da oduzme troškove amortizacije koncesije od svoje poreske osnovice. Predpostavili smo da bi hipotetički kupac mogao da amortizuje koncesiono pravo u periodu od 10 godina.

Na osnovu naših analiza, zaključili smo da fer tržišna vrednost koncesionih prava NIS-a za istraživanje, eksploataciju i preradu sirove nafte i prirodnog gasa u Srbiji, vrednovanih korišćenjem *multi-period excess earnings* metod, na dan 30. jun 2008. godine iznosi od 871.720.000 EUR do 1.112.460.000 EUR (zaokruženo).

### 6.3.3.2 TRŽIŠNI METOD

Nezavisno od korišćenja *excess earnings* metoda, primenili smo i metod uporedivih transakcija u okviru tržišnog pristupa procene. U skladu sa tržišnim pristupom procene, izabrali smo uzorak od 80 uporedivih transakcija onih sredstava koja se koriste za istraživanje i eksploataciju sirove nafte i prirodnog gasa. Za svaku transakciju smo odredili multiplikator kao količnik vrednosti transakcije i dokazanih (1P) rezervi. Podatke za uporedive transakcije smo preuzeli iz JS Herold baze podataka uzimajući transakcije iz perioda 2005-2007. godine. Naše zaključke smo bazirali na transakcijama iz perioda 2006-2007 godine.

Nakon određivanja multiplikatora za svaku transakciju odredili smo medijanu svih izračunatih multiplikatora koja iznosi 6,91 USD/boe. Tako izračunat multiplikator primenili smo na 131.580.000 boe dokazanih rezervi NIS-a. Naglašavamo da je tačan iznos dokazanih rezervi poverljiva informacija, te da smo informaciju o dokazanim rezervama koristili na osnovu razgovora sa menadžmentom NIS-a, kao i da ne možemo potvrditi da je ova informacija tačna.

**Table 6-8 Izračunavanje vrednosti koncesionih prava za istraživanje, eksploataciju i preradu sirove nafte i prirodnog gasa u Srbiji korišćenjem tržišnog pristupa**

		USD/boe
Medijana za transakcije pre 2006 godine	\$	6.38
Medijana za transakcije posle 2006 godine	\$	6.91
		Izvor
Dokazane rezerve NIS-a		131,580,000 Rukovodstvo NIS-a
Vrednost USD		908,572,800
USD / EUR		1.5793 Centralna banka Srbije
<b>Vrednost EUR</b>		<b>575,308,297</b>

Izvor: JS Herold

Na osnovu izvršenih analiza, zaključili smo da fer vrednost koncesionih prava Preduzeća za istraživanje, eksploataciju i preradu sirove nafte i prirodnog gasa u Srbiji izračunata korišćenjem metoda uporedivih transakcija na dan 30. jun 2008. godine iznosi 575.308.000 EUR (zaokruženo).

### 6.3.3.3 ZAKLJUČCI O PROCENI ZA KONCESIONA PRAVA U SRBIJI

Uzimajući u obzir pristupe korišćene u vrednovanju koncesionih prava NIS-a za istraživanje, eksploataciju i preradu sirove nafte i prirodnog gasa u Srbiji, došli smo do zaključka vrednost kao prosek između dve procenjene vrednosti koristeći Excess Earnings metod i Tržišni pristup procene. Na osnovu navedenih pretpostavki i izvršenih analiza, zaključili smo da fer vrednost koncesionih prava NIS-a za istraživanje, eksploataciju i preradu sirove nafte i prirodnog gasa u Srbiji na dan 30. jun 2008. godine iznosi između **724.000.000 EUR** i **844.000.000 EUR** (zaokruženo).

**Table 6-9 Kalkulacija vrednosti koncesionih prava Preduzeća za istraživanje, eksploataciju i preradu sirove nafte i prirodnog gasa**

	Procenjena vrednost (EUR)	
	MIN	MAX
Koncesiona prava istraživanja i eksploatacije nafte - Excess Earnings	871,718,888	1,112,457,143
Koncesiona prava istraživanja i eksploatacije nafte - tržišni pristup	575,308,297	575,308,297
	<b>724,000,000</b>	<b>844,000,000</b>
	<b>765,385,734</b>	<b>885,385,734</b>

Izvor: Obračun Deloitte

### 6.3.4 Ostala nematerijalna ulaganja

Ostala nematerijalna ulaganja su ona koja su obelodanjena u finansijskim izveštajima NIS-a na dan procene. Izvršili smo pregled vrednovanje ovih sredstava i zaključili smo da pojedine

stavke nematerijalnih ulaganja moraju biti korigovane za pojedine neopravdano kapitalizovane troškove što nije u skladu sa priznavanjem troškova po MRS 38 Nematerijalna ulaganja, u iznosu od 10.843.000 EUR. Ostatak nematerijalne imovine je vrednovan po istorijskoj (nabavnoj) vrednosti i amortizovan u skladu sa korisnim vekom trajanja sredstava. Iz tog razloga, u našem zaključku o proceni nismo izvršili nijednu korekciju iskazane vrednosti ostatka nematerijalne imovine u iznosu **44.345.000 EUR**.

### 6.3.5 Zaključak o proceni nematerijalnih ulaganja

Na osnovu naših analiza, fer tržišna vrednost nematerijalnih ulaganja Preduzeća na dan 30. jun 2008. godine je procenjena u rasponu od **809.740.000 EUR** do **929.740.000 EUR**. Pregled vrednosti nematerijalnih ulaganja je naveden u sledećoj tabeli:

**Table 6-10 Vrednost nematerijalnih ulaganja na dan 30. jun 2008. godine**

	Procenjena vrednost (EUR)	
Kvalifikovana radna snaga	41,385,734	41,385,734
Koncesiona prava istraživanja i eksploatacije nafte u Srbiji	724,000,000	844,000,000
Ostala nematerijalna ulaganja	44,354,000	44,354,000
<b>Ukupno</b>	<b>809,739,734</b>	<b>929,739,734</b>

Izvor: Obračun Deloitte

## 6.4 Nekretnine, postrojenja i oprema

Na dan procene 30. juna 2008 godine, Preduzeće je u svojim bilansima iskazalo knjigovodstvenu vrednost nekretnina, postrojenja i opreme u ukupnom iznosu od 1.222.000.000 EUR. Kao što je ranije već napomenuto, pregledom poslovnih knjiga preduzeća i u sklopu priprema za nezavisnu procenu vrednosti nekretnina, postrojenja i opreme, ustanovljeno je da je potrebno izvršiti određene reklasifikacije koje su pojedinačno objašnjene u prethodnom poglavlju ovog izveštaja.

Prilikom procene vrednosti nekretnina, postrojenja i opreme, osnovna sredstva preduzeća podelili smo po tehnološkim celinama odnosno poslovnim oblastima. Angažovali smo nezavisne procenitelje sa iskustvom u proceni vrednosti opreme koja je predmet procene, a sve u cilju utvrđivanja fer tržišne vrednosti sredstava Preduzeća. Naši procenitelji su obišli najznačajnije poslovne objekte i postrojenja Preduzeća, upoznali se osnovnim karakteristikama odnosno promenama i unapređenjima u tehničkim karakteristikama postrojenja i opreme i njihovim fizičkim stanjem.

Osnovna sredstva Preduzeća podeljena su na poslovne oblasti: NIS Jugopetrol, NIS Naftagas promet, NIS Rafinerija nafte Pančevo, NIS Rafinerija nafte Novi Sad, NIS Tečni naftni gas,

NIS Naftagas, NIS Petrol i NIS Stručne službe. Za svaku od ovih poslovnih oblasti (organizacionih celina) utvrdili smo korekcije knjigovodstvene vrednosti nekretnina, postrojenja i opreme koje svode vrednosti ovih sredstava na fer tržišnu vrednost.

Analizom građevinskih objekata preduzeća utvrdili smo da Preduzeće poseduje nekretnine na atraktivnim lokacijama. Ove građevinske objekte smo u svrhe procene fer tržišne vrednosti tretirali kao investicione nekretnine.

Imajući u vidu gore navedene efekte procene, izvodi se zaključak da se od ukupnog efekta procene 91.033.000 EUR odnosi na povećanje vrednosti investicionih nekretnina, dok se ostatak od 354.937.000 EUR odnosi na korekciju vrednosti ostalih nekretnina, postrojenja i opreme preduzeća.

## 6.5 Dugoročni finansijski plasmani

Na dan 30. juna 2008. godine posle reklasifikacije, Preduzeće je u svojim bilansima iskazalo vrednost učešća u kapitalu drugih lica u ukupnom iznosu od 96.682.000 EUR. Nakon uvida u glavnu knjigu i dokumentaciju Preduzeća u vezi sa bilansiranim učešćima, nismo vršili korekcije knjigovodstvene vrednosti plasmana iz razloga što su pojedinačno najveći činioци salda u proteklom periodu bili predmet nezavisne procene vrednosti.

Ostali dugoročni finansijski plasmani posle reklasifikacije su iskazani po knjigovodstvenog vrednosti u iznosu od 71.576.000 EUR. Oni se najvećim delom sastoje od dugoročnih zajmova datih značajnim kupcima Preduzeća. Mi smo korigovali naviše knjigovodstvenu vrednosti dugoročnih zajmova datih drugim preduzećima u iznosu od 37.717.000 EUR na osnovu potpisanog ugovora sa preduzećem HIP Petrohemija a.d. kojim je predviđen reprogram otplate dospelog potraživanja u naredne tri godine u mesečnim ratama. Potraživanje koje je predmet reprograma je u knjigovodstvu Preduzeća pre korekcije bilo u potpunosti ispravljeno.

Izvršili smo projekciju gotovinskih tokova koji potiču od otplate dugoročnih zajmova datih zaposlenima u Preduzeću i ostalih dugoročnih finansijskih plasmana u cilju njihovog diskontovanja na sadašnju vrednost. Diskontovanjem budućih gotovinskih tokova po stopi od 7% godišnje, ispunili smo zahteve MRS 39 - *Finansijski instrumenti: priznavanje i merenje*. Ukupni efekat diskontovanja je smanjenje fer tržišne vrednosti finansijskih plasmana za 29.847.000 EUR.

Ukupni neto efekat korekcija izvršenih na ostalim dugoročnim finansijskim plasmanima na dan 30. juna 2008. godine iznosi 7.870.000 EUR.

## 6.6 Zalihe

Na dan 30. juna 2008. godine posle reklasifikacije, Preduzeće je iskazalo zalihe u vrednosti od 458.588.000 EUR. U cilju sprovođenja procene vrednosti zaliha preduzeća, podelili smo

ukupne zalihe u podgrupe kako bi ih lakše mogli identifikovati i vrednovati na odgovarajući način.

Zalihe Preduzeća se sastoje od zaliha materijala, rezervnih delova i alata, nedovršene proizvodnje, gotovih proizvoda i robe. Identifikovali smo svaku od prethodno pomenutih grupa i obračunali njihove troškove nabavke i cene koštanja u cilju eliminisanja internih dobitaka koje je Preduzeće neadekvatno iskazalo u finansijskim izveštajima na dan 30. juna 2008 godine. Nakon eliminisanja internih dobitaka, izvršili smo starosnu analizu zaliha, testirali greške razgraničenja i testirali knjiženje korekcija početnog stanja po izveštaju revizora finansijskih izveštaja za 2007. godinu.

Materijal (sirovine), rezervni delovi i alat su iskazani u bilansu stanja na dan 30. juna 2008. godine u ukupnom iznosu od 234.824.000 EUR. Ispitivanjem starosne analize i godišnjeg obrta zaliha, identifikovali smo zastarele zalihe u iznosu od 17.174.000 EUR, kao i greške razgraničenja i proknjižene nerealizovane dobitke u ukupnom iznosu od 15.828.000 EUR. Nakon korigovanja knjigovodstvene vrednosti za gore navedene iznose, procenjena vrednost zaliha materijala, rezervnih delova i alata iznosi 201.821.000 EUR.

Preduzeće je takođe proknjižilo nerealizovani dobitak na zalihama nedovršene proizvodnje i gotovih proizvoda u iznosu od 14.453.000 EUR, koji je korigovan u sklopu procene vrednosti zaliha. Na zalihama robe su utvrđeni proknjiženi nerealizovani dobitci i neproknjižene korekcije početnog stanja po izveštaju revizora za 2007 godinu u ukupnom iznosu od 8.295.000 EUR. Za navedeni iznos je umanjena vrednost zaliha na dan procene.

**Tabela 6-11 Opis korekcija zaliha na dan 30. juna 2008. godine (u 000 EUR)**

Opis korekcije	Knjigovodstvena vrednost	Iznos korekcije	Vrednost nakon korekcije
Materijal, rezervni delovi i alat	234,824	(33,003)	201,821
Nedovršena proizvodnja	17,991	(5,080)	12,911
Gotovi proizvodi	117,962	(9,373)	108,589
Roba	87,811	(8,295)	79,516
<b>UKUPNO:</b>	<b>458,588</b>	<b>(55,751)</b>	<b>402,837</b>

Nakon svođenja svih zaliha na nabavnu cenu odnosno cenu koštanja i korekcije grešaka u razgraničenju troškova i korekcije za iznos zastarelih zaliha, definisali smo grupe zaliha koje smo procenili koristeći *mark to market* metod, odnosno procene vrednosti zaliha po tržišnim cenama.

Grupe zaliha kao što su materijal, gotovi proizvodi i roba su procenjene koristeći *mark to market* metod. Količine na zalihama su množene sa tržišnim cenama na dan 30. juna 2008. i upoređene sa knjigovodstvenom vrednošću. Vrednost zaliha je korigovana za akumuliranu razliku između izračunate tržišne vrednosti ovih grupa zaliha i njihove korigovane

knjigovodstvene vrednosti. Kalkulacija razlike između knjigovodstvene vrednosti i procenjene vrednosti zaliha je data u tabeli ispod:

**Tabela 6-12 Opis procene dela zaliha koristeći tržišni metod procene na dan 30. juna 2008. godine (u EUR)**

Zalihe	Količina u tonama	Knjigovodstvena vrednost		Procena 30/06/2008		Efekat procene
		Vrednost RSD 000	Vrednost EUR	Vrednost USD	Vrednost EUR	
<b>Zalihe sirove nafte</b>						
Domaća sirova nafta	42,501	1,397,745	17,697,814	39,584,764	25,065,073	7,367,259
Uvozna sirova nafta	141,678	7,454,122	94,381,780	130,686,267	82,750,544	(11,631,236)
	184,179	8,851,867	112,079,594	170,271,031	107,815,617	(4,263,977)
Inicijalno zapunjavanje naftovoda						
Domaća sirova nafta	3,270	35,717	452,238	3,045,627	1,928,491	1,476,253
Uvozna sirova nafta	112,896	4,760,968	60,281,900	104,137,246	65,939,704	5,657,804
	116,166	4,796,685	60,734,137	107,182,873	67,868,195	7,134,058
<b>Zalihe gotovih proizvoda</b>						
Motorni benzini	40,449	1,912,934	24,220,977	2,747,834	34,792,222	10,571,245
Dizel goriva	40,997	1,805,912	22,865,898	2,802,264	35,481,395	12,615,498
Lož ulje	30,419	656,084	8,307,132	1,194,554	15,125,074	6,817,942
Primarni benzin	9,611	390,530	4,944,770	457,676	5,794,949	850,180
Kerozin	3,067	156,335	1,979,465	217,389	2,752,512	773,046
Bitumeni	2,859	91,076	1,153,176	94,747	1,199,660	46,484
Rafinisana lož ulja	1,215	83,064	1,051,731	105,634	1,337,499	285,769
<b>Ukupno</b>	<b>128,617</b>	<b>5,095,935</b>	<b>64,523,148</b>	<b>7,620,098</b>	<b>96,483,312</b>	<b>31,960,164</b>

RDS/EURna dan 30/06/2008 78.9784 USD / EUR 0.6332

Izvor: Evidencija rukovodstva Preduzeća i podaci o cenam nafte na svetskom tržištu dobijeni od NIS-a

Ukupno umanjene knjigovodstvene vrednosti zaliha na osnovu procene zaliha na dan 30. juna 2008. godine iznosi neto 23.790.000 EUR, tako da ukupna procenjena vrednost zaliha preduzeća na dan 30. juna 2008. godine iznosi 434.798.000 EUR.

## 6.7 Potraživanja, finansijski plasmani i gotovina i odložena poreska sredstva

Kako bismo utvrdili fer vrednost potraživanja, finansijskih plasmana i gotovine preduzeća, podelili smo ih u podkategorije. Pojedinačno smo proverili i korigovali vrednosti u svakoj od podkategorija kako bismo ispunili zahteve vrednovanja koji su određeni primenjenim standardima i uparili ih sa njihovom tržišnom vrednosti.

Prilikom pregleda potraživanja za date avanse, otkrili smo greške u razgraničenju potraživanja u iznosu od 784.000 EUR. Vrednost potraživanja za date avanse na dan 30. juna 2008. godine, umanjena za visinu greške u razgraničenju, iznosi 7.071.000 EUR.

Ukupno stanje potraživanja od kupaca na dan 30. juna 2008. godine u reklasifikovanom bilansu stanja Preduzeća iznosi 206.187.000 EUR. Prilikom analize bilansirane sume, zaključili smo da procenjenu vrednost potraživanja treba korigovati naniže za neto efekat reprograma potraživanja od preduzeća HIP Petrohemija a.d. u iznosu od 23.509.000 EUR. Uzimajući u obzir neophodne korekcije, ukupna procenjena vrednost potraživanja od kupaca na dan 30. juna 2008. godine iznosi 182.678.000 EUR.

Prilikom procene kratkoročnih finansijskih plasmana nismo vršili korekcije u odnosu na bilansirani iznos od 4.051.000 EUR.

U skladu sa korekcijama izvršenim na bilansu uspeha za periode koji se završavaju na dan 31. decembra 2007. godine i na dan 30. juna 2008. godine, izračunali smo da bi Preduzeće trebalo da iskaže potraživanje za preplaćeni porez na dobit u zbirnom iznosu od 432.000 EUR.

Gotovina i gotovinski ekvivalenti su iskazani posle reklasifikacije u ukupnom iznosu od 41.415.000 EUR, na dan 30. juna 2008. godine. Prilikom utvrđivanja fer vrednosti gotovine i gotovinskih ekvivalenata, otkrili smo greške u razgraničenju koje su uzrokovale potcenjivanje ove bilansne pozicije u iznosu od 2.278.000 EUR. Uzimajući to u obzir, procenjena vrednost gotovine i gotovinskih ekvivalenata na dan 30. Juna 2008. godine iznosi 43.692.000 EUR.

Na dan 30. juna 2008. godine, potraživanja na osnovu poreza na dodatu vrednost i unapred plaćenih troškova posle reklasifikacije zbirno iznose 26.313.000 EUR. Tokom provere knjiženja u glavnoj knjizi, otkrili smo da su ova potraživanja procenjena u iznosu od 6.606.000 EUR kao posledica neizvršenih korekcija početnog stanja, eliminisanja internih prihoda i rashoda (između poslovnih segmenata) i grešaka u razgraničenju knjiženja. Ukupna procenjena vrednost potraživanja na osnovu poreza na dodatu vrednost i unapred plaćenih troškova na dan 30. juna 2008. godine iznosi 19.707.000 EUR.

Na dan procene, Preduzeće je iskazalo odložena poreska sredstva u iznosu od 6.173.000 EUR. Izmirenje dodatnih obaveza nastalih na bazi korekcija koje smo izvršili na obavezama iskazanim u pasivi bilansa stanja Preduzeća utiče na buduće povećanje troškova u bilansu uspeha i samim tim uzrokuje umanjeње budućih poreskih obaveza po osnovu poreza na dobit Preduzeća. Ove buduće poreske uštede smo procenili na nivou od 10% (stopa poreza na dobit preduzeća u Srbiji) ukupnih korekcija na obavezama u pasivi bilansa stanja Preduzeća. Procenjeni iznos korekcije odloženih poreskih sredstava Preduzeća iznosi 4.670.000 EUR. Ukupan iznos odloženih poreskih sredstava Preduzeća nakon korekcije, na dan 30. juna 2008 godine iznosi 10.843.000 EUR.

## **6.8 Dugoročne obaveze i rezervisanja**

Na dan procene posle reklasifikacije, Preduzeće je iskazalo svoje dugoročne obaveze u iznosu od 15.250.000 EUR. Prilikom analize datih bilansnih pozicija, utvrdili smo da Preduzeće nije izvršilo rezervisanja za troškove odlaska u penziju i za troškove jubilarnih nagrada zaposlenih kako zahteva MRS 19.

U skladu sa Kolektivnim ugovorom, Preduzeće je dužno da isplati otpremnine za odlazak u penziju u iznosu koji je jednak trostrukom iznosu mesečnog primanja koji je zaposleni imao u mesecu koji prethodi mesecu penzionisanja, a koji ne može biti niži od iznosa tri prosečne



mesečne zarade u Preduzeću u trenutku penzionisanja. Preduzeće je takođe obavezno da isplati zaposlenima jubilarne nagrade u zavisnosti od dužine kontinuiranog staža u Preduzeću u iznosu od jedne do četiri prosečne zarade koje je ostvario zaposleni u mesecu koji prethodi mesecu isplate.

Preduzeće nije napravilo rezervisanja za restauraciju zemljišta i ekološke štete. Usled nedostatka dostupnih podataka i kratkog vremenskog okvira našeg angažovanja, nismo bili u mogućnosti da procenimo iznos potrebnih rezervisanja za ove svrhe.

Naša je procena da ukupna visina dodatnih rezervisanja za penzije i jubilarne nagrade prema zahtevima MRS 19 iznosi 18.323.000 EUR. Iznos ostatka dugoročnih rezervisanja koje je Preduzeće napravilo u proteklom periodu nismo korigovali. Ukupna procenjena vrednost dugoročnih rezervisanja na dan 30. juna 2008. godine iznosi 33.573.000 EUR.

Dugoročni krediti Preduzeća na dan 30. juna 2008. godine posle reklasifikacije iznose 144.085.000 EUR. Prema našoj proceni fer tržišne vrednosti duga preduzeća utvrdili smo da su obaveze precenjene u iznosu od 1.458.000 EUR. Procenjena vrednost dugoročnih obaveza na osnovu uzetih dugoročnih kredita na dan 30. juna 2008. godine iznosi 142.627.000 EUR.

## **6.9 Kratkoročne obaveze**

Na dan 30. juna 2008. godine posle reklasifikacije Preduzeće je iskazalo kratkoročne finansijske obaveze u iznosu od 347.549.000 EUR. Putem nezavisne potvrde stanja obaveza i provere iskazanih dobitaka i gubitaka na osnovu kursnih razlika, utvrdili smo da je iskazana vrednost kratkoročnih finansijskih obaveza u bilansu stanja Preduzeća podcenjena u iznosu od 4.759.000 EUR. Procenjene kratkoročne finansijske obaveze na dan procene iznose ukupno 352.308.000 EUR.

Obaveze prema dobavljačima i ostale obaveze iz poslovanja su na dan procene posle reklasifikacije iskazane u ukupnom iznosu od 275.551.000 EUR posle reklasifikacije. Prilikom provere bilansiranih iznosa, utvrdili smo da je Preduzeće načinilo greške u razgraničenju obaveza na dan procene i da nije sprovelo korekcije početnog stanja prema mišljenju revizora za 2007. godinu. Utvrdili smo da su obaveze podcenjene za ukupno 15.663.000 EUR. Procenjeni iznos obaveza prema dobavljačima i obaveza iz poslovanja na dan 30. juna 2008. godine iznosi 291.213.000 EUR.

Ostale kratkoročne obaveze su iskazane u zbirnom iznosu od 87.715.000 EUR posle reklasifikacije. Prilikom testiranja iskazanih obaveza, otkrivene su greške u razgraničenju koje su uticale na precenjenu vrednost obaveza u iznosu od 53.000 EUR. Procenjena vrednost ostalih kratkoročnih obaveza iznosi 87.662.000 EUR.

Na dan 30. juna 2008. godine Preduzeće je iskazalo obaveze na osnovu poreza na dodatu vrednost i ostale javne prihode posle reklasifikacije u iznosu od 39.681.000 EUR. Detaljnim

testiranjem utvrdili smo greške u razgraničenju u iznosu od 42.000 EUR koje su dovele do podcjenjivanja iskazanih obaveza. Procenjena vrednost obaveza na osnovu poreza na dodatu vrednost i ostalih javnih prihoda na dan procene iznosi 39.723.000 EUR.

Preduzeće je na dan procene iskazalo suprotan saldo obaveza po osnovu poreza na dobit u ukupnom iznosu od 8.289.000 EUR. Obračunali smo da je iznos korekcija obaveza na osnovu poreza na dobit za period koji se završava 31. decembra 2007. i period koji se završava 30. juna 2008. godine, iznosi 9.420.000 EUR. Ukupne procenjene obaveze po osnovu poreza na dobit, nakon korekcija, iznose 1.130.000 EUR.

Na datum procene Preduzeće u svojim bilansima nije iskazalo odložene poreske obaveze. S obzirom na izvršene korekcije u aktivi bilansa stanja, kojima smo na datum procene uvećali vrednost imovine i u budućnosti po tom osnovu uvećali prihode preduzeća, uvećali smo i odložene poreske obaveze preduzeća i to u iznosu od 10% (stopa poreza na dobit preduzeća) od ukupnog iznosa korekcija. Korigovanje iznosa odloženih poreskih obaveza će zavisi od izabranog scenarija vezanog za procenu kretanja cena sirove nafte i prirodnog gasa u Srbiji. U zavisnosti od odabranog scenarija odložena poreska sredstva se procenjuju u iznosu od 115.640.000 EUR ili 127.604.000 EUR. Istovremeno, ove vrednosti predstavljaju ukupnu procenjenju vrednost odloženih poreskih obaveza na dan procene.

## **6.10 Zaključak o vrednosti kapitala izveden metodom Neto imovine**

Prilikom primene metoda neto imovine, u zavisnosti od izabranih scenarija za očekivana kretanja cene nafte, utvrdili smo dve indikativne vrednosti. U slučaju primene scenarija 1 za očekivana kretanja cena nafte procenjena vrednost kapitala NIS-a je 2,308,000,000 EUR, dok je u slučaju primene scenarija 2 procenjena vrednost u iznosu 2,416,000,000 EUR. Konačan zaključak o procenjenoj vrednosti smo doneli kao prosek dve navedene vrednosti.

Na osnovu primene metoda neto imovine, a u skladu sa učinjenim pretpostavkama navedenim u ovom izveštaju, kao i ostalih relevantnih faktora smatramo da fer tržišna vrednost 100% kapitala Naftne industrije Srbije a.d., Novi Sad na većinskoj, neutrživoj osnovi na dan 30. jun 2008. godine iznosi **2.362.000.000 EUR** (zaokruženo) između procenjene vrednosti svih sredstava i imovine i svih obaveza NIS-a na dan procene vrednosti kapitala.

Tabela 6-13 Obračun procenjene vrednosti metodom neto imovine

AKTIVA	Bilans stanja na dan	Bilans stanja na dan	Reklasifikovani bilans stanja na dan	Korekcije fer tržišne vrednosti na dan	Korekcije fer tržišne vrednosti na dan	Procenjena fer tržišna vrednost na dan	Procenjena fer tržišna vrednost na dan
	30. jun 2008	30. jun 2008	na dan 30. jun 2008	30. jun 2008 osnovni scenario	na dan 30. jun 2008 optimistični scenario	na dan 30. jun 2008 osnovni scenario	na dan 30. jun 2008 optimistični scenario
	000 RSD	000 EUR	000 EUR	000 EUR	000 EUR	000 EUR	000 EUR
<b>STALNA IMOVINA</b>	<b>112,435,211</b>	<b>1,423,620</b>	<b>1,462,617</b>	<b>1,208,383</b>	<b>1,328,383</b>	<b>2,670,999</b>	<b>2,790,999</b>
Nematerijalna ulaganja	4,359,369	55,197	55,197	(10,843)	(10,843)	44,354	44,354
Kvalifikovana radna snaga	-	-	-	41,386	41,386	41,386	41,386
Koncesija za istraživanje i proizvodnju nafte	-	-	-	724,000	844,000	724,000	844,000
<b>Nekretnine, postrojenja i oprema i biološka sredstva</b>	<b>96,519,360</b>	<b>1,222,098</b>	<b>1,239,161</b>	<b>445,970</b>	<b>445,970</b>	<b>1,685,131</b>	<b>1,685,131</b>
Nekretnine, postrojenja i oprema	95,780,407	1,212,742	1,130,018	354,937	354,937	1,484,955	1,484,955
Investicione nekretnine	738,953	9,356	109,143	91,033	91,033	200,176	200,176
<b>Dugoročni finansijski plasmani</b>	<b>11,556,482</b>	<b>146,325</b>	<b>168,258</b>	<b>7,870</b>	<b>7,870</b>	<b>176,128</b>	<b>176,128</b>
<b>OBRTNA IMOVINA</b>	<b>62,359,615</b>	<b>789,578</b>	<b>750,581</b>	<b>(47,311)</b>	<b>(47,311)</b>	<b>703,271</b>	<b>703,271</b>
Zalihe	38,433,804	486,637	458,588	(23,790)	(23,790)	434,798	434,798
<b>Kratkoročna potraživanja, plasmani i gotovina</b>	<b>23,438,279</b>	<b>296,768</b>	<b>285,820</b>	<b>(28,190)</b>	<b>(28,190)</b>	<b>257,631</b>	<b>257,631</b>
Potraživanja	16,284,332	206,187	206,187	(23,509)	(23,509)	182,678	182,678
Dati avansi	620,354	7,855	7,855	(784)	(784)	7,071	7,071
Potraživanja za više plaćen porez na dobitak	-	-	-	432	432	432	432
Kratkoročni finansijski plasmani	1,719,997	21,778	4,051	-	-	4,051	4,051
Gotovinski ekvivalenti i gotovina	2,735,459	34,636	41,415	2,278	2,278	43,692	43,692
PDV i aktivna vremenska razgraničenja	2,078,137	26,313	26,313	(6,606)	(6,606)	19,707	19,707
<b>Odložena poreska sredstva</b>	<b>487,532</b>	<b>6,173</b>	<b>6,173</b>	<b>4,670</b>	<b>4,670</b>	<b>10,843</b>	<b>10,843</b>
<b>POSLOVNA IMOVINA</b>	<b>174,794,826</b>	<b>2,213,198</b>	<b>2,213,198</b>	<b>1,161,072</b>	<b>1,281,072</b>	<b>3,374,270</b>	<b>3,494,270</b>
<b>DUGOROČNA REZERVISANJA I OBAVEZE</b>	<b>13,755,446</b>	<b>174,167</b>	<b>161,581</b>	<b>16,865</b>	<b>16,865</b>	<b>178,445</b>	<b>178,445</b>
Dugoročna rezervisanja	1,202,031	15,220	15,250	18,323	18,323	33,573	33,573
<b>Dugoročne obaveze</b>	<b>12,553,415</b>	<b>158,947</b>	<b>146,331</b>	<b>(1,458)</b>	<b>(1,458)</b>	<b>144,873</b>	<b>144,873</b>
Dugoročni krediti	12,376,043	156,702	144,085	(1,458)	(1,458)	142,627	142,627
Ostale dugoročne obaveze	177,372	2,246	2,246	-	-	2,246	2,246
<b>KRA TKOROČNE OBAVEZE</b>	<b>57,624,219</b>	<b>729,620</b>	<b>742,206</b>	<b>145,471</b>	<b>157,471</b>	<b>887,678</b>	<b>899,678</b>
Kratkoročne finansijske obaveze	26,452,438	334,933	347,549	4,759	4,759	352,308	352,308
Obaveze iz poslovanja	21,764,905	275,580	275,551	15,663	15,663	291,213	291,213
Ostale kratkoročne obaveze i PVR	6,927,580	87,715	87,715	(53)	(53)	87,662	87,662
Obaveze po osnovu PDV i ostalih javnih prihoda	3,133,972	39,681	39,681	42	42	39,723	39,723
Obaveze po osnovu poreza na dobitak	(654,676)	(8,289)	(8,289)	9,420	9,420	1,130	1,130
Odložene poreske obaveze	-	-	-	115,640	127,640	115,640	127,640
<b>UKUPNE OBAVEZE</b>	<b>71,379,665</b>	<b>903,787</b>	<b>903,787</b>	<b>162,336</b>	<b>174,336</b>	<b>1,066,123</b>	<b>1,078,123</b>
<b>PROCENJENA NETO VREDNOST SREDSTAVA</b>	<b>103,415,161</b>	<b>1,309,411</b>	<b>1,309,411</b>	<b>998,736</b>	<b>1,106,736</b>	<b>2,308,000</b>	<b>2,416,000</b>

Izvor: Obračun Deloitte

## 7 Procena vrednosti kapitala tržišnim pristupom

Tržišni pristup predstavlja tehniku za utvrđivanje vrednosti fer tržišne vrednosti preduzeća na bazi podataka sa tržišta kapitala, a vrednost se utvrđuje poređenjem subjekta procene sa: (1) uporedivim kompanijama čijim se akcijama trguje na tržištu kapitala (metod uporedivih kompanija), i/ili (2) uporedivim kompanijama koji su u bliskoj prošlosti prošli kroz promenu vlasništva (metod uporedivih transakcija).

U oba slučaja, potrebno je utvrditi relevantan uzorak uporedivih kompanija na osnovu kriterijuma uporedivosti. Idealna uporedive kompanije su one koje su u istoj industriji kao i subjekt procene, sa sličnim poslovanjem u pogledu proizvoda, diversifikacije, ekonomskih uticaja, veličine, itd. Za svako preduzeće u uzorku izračunava se nekoliko indikatora vrednosti ili multiplikatora.

Kada se koristi metod uporedivih kompanija brojilac je tržišna vrednost kapitala (MVE), koja se dobija množenjem cene akcije sa brojem izdatih akcija na datum procene. Brojilac, takođe može biti i tržišna vrednost investiranog kapitala (MVIC), koja se dobija tako što se na tržišnu vrednost kapitala dodaje tržišna vrednost dugoročnih obaveza. Kada se koristi metod uporedivih transakcija imenilac je ukupna vrednost transakcije, koja može predstavljati tržišnu vrednost sopstvenog kapitala ili investiranog kapitala.

Imenilac u multiplikatoru je obično neki od pokazatelja poslovnih ili finansijskih rezultata uporedivog preduzeća u nekom vremenskom periodu. Promenljive, najčešće korišćene kao imenilac su sledeće:

- Neto prihodi od prodaje
- Neto dobit
- Bruto novčani tok
- Neto novčani tok
- Dobit pre oporezivanja (EBT)
- Dobit pre kamata i oporezivanja (EBIT)
- Dobit pre amortizacije, kamata i oporezivanja (EBITDA)
- Knjigovodstvena vrednost sopstvenog ili investiranog kapitala.

Gore navedene promenljive su izračunate na osnovu rezultata iz poslovanja, bez uzimanja u obzir vanrednih i neposlovnih stavki. I brojilac i imenilac u multiplikatoru moraju biti dosledno definisani u smislu da li se odnose na sopstveni kapital ili investirani kapital, i u

skladu sa posmatranim vremenskim periodom. Izbor finansijskih promenljivih i relevantnog vremenskog perioda zavisi od profesionalne ocene i iskustva procenjivača, detaljne analize dostupnih podataka, definisanih kriterijuma i specifičnih okolnosti. Često se dešava da se koristi nekoliko a ne samo jedan multiplikator.

Nakon što su multiplikatori izračunati za svako uporedivo preduzeće u uzorku, sledeći korak je donošenje odluke koji multiplikator je najpogodniji za opisivanje izabranih preduzeća prilikom poređenja sa preduzećem čija se vrednost određuje. To može biti medijana, ili prosečna vrednost uzorka, samo jedna vrednost ili prosek dva i više uporedivih preduzeća. Ovaj izbor je stvar rasuđivanja, zasnovan na detaljnoj analizi rizika i finansijskih karakteristika ciljnog i uporedivih preduzeća. Multiplikatori se mogu korigovati za faktore rizika zemlje, rizika za razliku u veličini preduzeća, razliku između stopa rasta ciljnog i uporedivih preduzeća, i druge relevantne faktore. Korigovani multiplikator se onda primenjuje na odgovarajuće finansijske promenljive preduzeća čija se vrednost procenjuje.

Primena multiplikatora na odgovarajuće finansijske promenljive rezultira u preliminarnoj oceni fer tržišne vrednosti. Zavisno od uslova pod kojima se obavlja procena, ova preliminarna vrednost može biti korigovana za ostale faktore kao što su diskont za manjinski udeo, kontrolna premija, ili nedostatak utrživosti.

## 7.1 Primena tržišnog pristupa

Polazna tačka u primeni tržišnog pristupa bila je pretraživanje podataka u bazama Bloomberg, OneSource i Mergerstat, koje imaju podatke o hiljadama preduzeća i transakcija, o preduzećima čijim se akcijama trguje na berzi ili koja su u skorijem periodu promenila vlasnika, a koja se bave proizvodnjom, preradom i prometom nafte, naftnih derivata i gasa.

## 7.2 Primena metoda uporedivih kompanija

Kao rezultat našeg pretraživanja, prikupljeni su finansijski i poslovni podaci za 17 evropskih kompanija koje se bave proizvodnjom i prometom nafte, naftnih derivata i gasa. Izabrani uzorak obuhvata preduzeća čijim se akcijama trguje na različitim berzama i koje posluju na različitim tržištima. Većina preduzeća iz uzorka bave se ujedno i istraživanjem i eksploatacijom naftnih polja („upstream“) i preradom i prometom naftnih derivata („downstream“), odnosno imaju zaokružen proizvodni ciklus. Izabrana preduzeća se međusobno značajno razlikuju u veličini izraženoj kroz tržišnu kapitalizaciju. Pregled izabranih uporedivih preduzeća prikazan je u sledećoj tabeli:

Tabela 7-1 Izabrane uporedive kompanije

Naziv preduzeća	Država	Tržišna kapitalizacija na dan 30. jun 2008. godine (milioni EUR)
Repsol YPF SA	Portugal	30.558,20
StatoilHydro ASA	Norveška	75.605,45
Lukoil-CLS	Rusija	52.984,85
Polski Koncern Naftowy SA	Poljska	4.357,11
Slovnaft AS	Slovačka	2.594,80
Petrol	Slovenija	1.185,58
Unipetrol	Češka	1.882,18
Neste Oil OYJ	Finska	4.799,88
Grupa Lotos SA	Poljska	899,07
MOL Hungarian Oil and Gas	Mađarska	9.384,59
OMV AG	Austrija	14.958,00
BP plc	Velika Britanija	138.545,86
Total SA	Francuska	130.101,81
Hellenic Petroleum Co SA	Grčka	2.665,14
ENI SpA	Italija	94.927,01
SNP Petrom SA	Rumunija	7.202,04
INA Group	Hrvatska	3.544,09

Izvor: Bloomberg

Analizirali smo finansijske i poslovne pokazatelje NIS-a, kao i prikupljene podatke inicijalnog uzorka kako bismo odredili manji uzorak/uzorke koji sadrže preduzeća koja su u većoj meri slična NIS-u. U sledećem koraku, od inicijalnog uzorka formirali smo dva manja uzorka uporedivih preduzeća. Jedan uzorak je sadržao ona preduzeća koja se bave i eksploatacijom i preradom nafte tj. imaju zaokružen proizvodni proces, dok je drugi skup sastavljen prema kriterijumu tržišta i obuhvata preduzeća koja posluju u bližem okruženju. Drugim rečima, prvi skup obuhvata samo one kompanije koje imaju i „upstream“ i „downstream“ operacije, dok drugi skup obuhvata preduzeća čije se poslovanje vezuje za jugoistočnu Evropu, bez obzira na to u kojoj državi se nalazi sedište preduzeća.

Analizirajući celokupan skup uporedivih kompanija, primetili smo da se stope poslovne dobiti i profita velikih globalnih igrača značajno razlikuju u poređenju sa preduzećima iz regiona, ali i sa NIS-om. Te razlike rezultuju i značajno različitim multiplikatorima. Iako se radi o preduzećima koja imaju zaokružen proizvodni proces, kao uostalom i NIS, u postupku procene odlučeno je da se ne uključe u novoformirane podskupove upravo zbog navedenih razlika. U sledećoj tabeli prikazane su stope dobiti pre kamata i oporezivanja (EBIT) i stope dobiti pre kamate, oporezivanja i amortizacije (EBITDA) posebno za velike kompanije,

kompanije koje imaju zaokruženi proizvodni proces („upstream“ i „downstream“) i regionalne kompanije, kao i za NIS i to za 2007. godinu, poslednjih 12 meseci (LTM), i za projektovanu 2008 godinu

**Tabela 7-2 EBIT i EBITDA stope za 2007. godinu, LTM i projektovanu 2008. godinu**

	EBIT Stopa LTM	EBIT Stopa 2007	EBIT Stopa 2008	EBITDA Stopa LTM	EBITDA Stopa 2007	EBITDA Stopa 2008
Velika globalna preduzeća	17,51%	18,49%	16,82%	23,34%	22,46%	18,70%
Preduzeća sa zaokruženim proizvodnim procesom	14,17%	11,41%	14,23%	14,95%	16,93%	17,16%
Regionalna preduzeća	8,60%	6,51%	8,38%	12,65%	9,85%	13,63%
NIS	7,10%	5,60%	6,56%	10,50%	8,98%	9,71%

*Izvor: Bloomberg i NIS (obračun na bazi margina primenjenih na projektovane rezultate 2008*

Podaci o očekivanoj stopi rasta prihoda, EBIT, EBITDA i neto dobiti velikih kompanija (tržišne kapitalizacije preko 10 milijardi EUR), i preduzeća sa zaokruženim proizvodnim procesom značajno se razlikuju što nas dovodi do zaključka da se multiplikatori velikih globalnih kompanija ne uzimaju u obzir prilikom procene NIS-a.

Istorijski pokazatelji poslovanja, pre svega stope poslovne dobiti i profitne stope, kao i projekcije ovih pokazatelja za regionalne kompanije su veći u odnosu sa poslovnim pokazateljima NIS-a. Pored sličnosti pokazatelja poslovanja, regionalne kompanije i NIS su slični i u pogledu aktivnosti, proizvodnje i kapaciteta rafinerija. Takođe, regionalna preduzeća posluju u sličnim tržišnim uslovima, pravnim okvirima, sličan je način formiranja cena na tržištima na kojima posluju, i često i nekoliko preduzeća iz ovog skupa posluje i konkuriše jedno drugom na istim tržištima.

Pored analize istorijskih pokazatelja poslovanja izabраних uporedivih preduzeća, prikupili smo i podatke koji se odnose na projekcije analitičara vezane za buduće rezultate, profitabilnost i rast prihoda. Takvi podaci su prikupljeni iz Bloomberg baze podataka. Analiza projekcija dovela nas je do zaključka da će velike kompanije beležiti najsporiji prosečan godišnji rast prihoda, EBIT i EBITDA u periodu 2008-2012. Istovremeno, preduzeća koja smo klasifikovali kao regionalna beleže brži rast u odnosu na globalne igrače. Rast preduzeća iz skupa onih koja imaju zaokružen proizvodni proces odgovara proseku industrije. Projektovani rast prihoda, EBIT, EBITDA i neto dobiti prikazan je u sledećoj tabeli:

Tabela 7-3 Projektovana prosečna godišnja stopa rasta poslovnih pokazatelja u periodu 2008-2012

	CARG 2008-2012			
	EBITDA	EBIT	Prihodi	Neto Dobit
Velike kompanije	5.08%	2.18%	4.65%	3.12%
Male kompanije	7.36%	5.88%	8.61%	3.96%
Regionalne kompanije	6.72%	5.37%	8.43%	8.05%
Ceo uzorak	5.87%	2.93%	6.92%	3.16%
NIS	17.94%	14.16%	15.13%	n/a

Izvor: Bloomberg

## 7.2.1 Kriterijumi za izbor uporedivih preduzeća

Naše istraživanje je rezultiralo selekcijom sedamnaest uporedivih kompanija koja zadovoljavaju neki od osnovnih kriterijuma:

- Preduzeća imaju zaokružen proizvodni proces, odnosno bave se istraživanjem i vađenjem nafte („upstream“), a istovremenom i preradom i rafinacijom („downstream“). Takođe izabrana preduzeća imaju razgranatu maloprodajnu mrežu, odnosno relativno veliki broj benzinskih stanica.
- Preduzeća posluju u Evropi.
- Godišnji prihodi su preko 2 milijarde EUR
- Imaju relativno slične pokazatelje poslovanja kao i projektovani rast (profitabilnost, likvidnost, strukturu kapitala i efikasnost) u poređenju sa NIS-om.

## 7.2.2 Izabrane uporedive kompanije

Na osnovu opisane analize izabrali smo sledećih devet uporedivih preduzeća:

**Hellenic Petroleum S.A.** je Grčka naftna kompanija koja se između ostalog bavi nabavkom i preradom sirove nafte i prometom naftnih derivata, istraživanjem i eksploatacijom nalazišta nafte i gasa, izgradnjom i upravljanjem naftovodima, proizvodnjom, eksploatacijom i prometom energenata iz obnovljivih izvora, uvozom, skladištenjem i distribucijom prirodnog gasa u Grčkoj kao i inženjeringom i konsultantskim uslugama u okviru energetskog sektora. Preduzeće poseduje četiri rafinerije – u Aspropirgosu, Solunu, Elefsini i Skoplju koje snabdevaju grčko i makedonsko tržište. Preduzeće upravlja naftovodima Solun-Skoplje i Burgas-Aleksandropulos, kao i naftovodom instaliranim na međunarodnom aerodromu u Atini. Preko svojih zavisnih lica, preduzeće je prisutno i u Bugarskoj, Srbiji, Gruziji, Austriji, Kipru, Albaniji, Makedoniji, Crnoj Gori i Velikoj Britaniji. U toku prvih 6 meseci 2008,



Hellenic Petroleum beleži rast prihoda od 37% i dostiže 5,2 milijarde EUR. Neto dobit veća je za 25% i iznosi 226,9 miliona EUR. Povećanje prihoda rezultat je pre svega veće tražnje za proizvodima koje Preduzeće nudi. Nešto sporiji rast neto dobiti u odnosu na ukupne prihode rezultat je donekle neproporcionalnog rasta poslovnih rashoda kao i finansijskih rashoda.

**INA-Industrija nafte d.d.** je hrvatska kompanija koja se bavi istraživanjem i proizvodnjom nafte i prirodnog gasa kako u Hrvatskoj tako i u inostranstvu, preradom sirove nafte u rafinerijama, distribucijom preko maloprodajne mreže koja broji preko 400 pumpi i prometom benzina, tečnog naftnog gasa, maziva, plina u bocama, bitumena i ostalih derivata, veleprodajom i maloprodajom u Hrvatskoj i pružanjem usluga bušenja preko svog zavisnog preduzeća Croscos d.o.o. INA d.d. oformila je INA grupu koja obuhvata veći broj hrvatskih preduzeća koja su u potpunosti ili delimično u vlasništvu INA-e. Zavisna pravna lica INA-e registrovana van Hrvatske uglavnom obavljaju aktivnosti distribucije za potrebe ostalih preduzeća iz sastava INA grupe, nabavke sirovina ili jednostavno funkcionišu kao predstavništva INA-e na lokalnim tržištima. Sedište INA-e d.d. je u Zagrebu. U toku prva tri meseca 2008. godine, ukupni prihodi INA-e porasli su za 27% i dostigli su nivo od 6,55 milijardi kuna. Neto dobit u posmatranom periodu porasla je sa 186 miliona na 596 miliona kuna. Porast prihoda posledica je veće prodaje na domaćem tržištu, ali i boljim rezultatima u delu poslovanja koje se odnosi na vađenje sirove nafte i prirodnog gasa. Izuzetan rast neto dobiti dobrim delom je posledica visokih finansijskih prihoda.

**MOL Magyar Olaj-es Gazipari NyRt. (MOL)** je naftna kompanija sa zaokruženim proizvodnim procesom koja posluje u centralnoj i istočnoj Evropi. Preduzeće ima tri rafinerije, bavi se maloprodajom i veleprodajom i upravlja sistemom naftovoda za sirovu naftu i derivate. Preduzeće je prisutno u pet segmenata: istraživanje i proizvodnja, rafinacija i prodaja naftnih derivata, proizvodnja i prodaja prirodnog gasa, petrohemija i opšti i ostali poslovi. Preduzeće ima udela u sledećim zavisnim pravnim licima: BHM OIL-Invest Ltd., Surgut Trading Ltd., Geoinform Kft., GES Kft., Greentrade Ltd., Matjushkinskaya Vertical LLC, Hawasina GmbH, Kalegran Ltd., Lamorak Enterprises Ltd., MOL Caspian Ltd., MOL CIS Ltd., MOL Pakistan Ltd., MOL Syria Ltd., MOL Yemen Ltd., RUSI Ltd. i SHM Seven Ltd. U periodu januar-jun 2008. godine ukupni prihodi MOL-a dostigli su 1,73 biliona mađarskih forinti što predstavlja rast od 51%. Neto dobit je u istom periodu porasla sa 86 milijardi na 179,68 milijardi forinti. Rast ukupnih prihoda rezultat je porasta prihoda u svim poslovnim segmentima. Neki od razloga više nego dvostruko veće neto dobiti su veći prihodi od dividendi, veći pozitivni efekti kursnih razlika i ostali finansijski prihodi, kao i veći prihodi koji potiču od povezanih lica. Još jedan razlog veće neto dobiti leži i u činjenici da je izvršena i proknjižena procena opcije konverzije.

**Petrom SA** je rumunska kompanija koja se bavi vađenjem, proizvodnjom i distribucijom nafte, prirodnog gasa i ostalih srodnih proizvoda. Preduzeće upravlja poslovnim jedinicama koje se bave istraživanjem i eksploatacijom sirove nafte i gasa, rafinacijom u dve rafinerije – Arpečim i Petrobrazi, plasmanom, veleprodajom i maloprodajom, ima sektor gasa, energije i

hemije koji je fokusiran na promet gasom, proizvodnju energije i prometom raznih hemijskih proizvoda. Pored toga Preduzeće se bavi i uslugama pranja automobila, proizvodnjom bitumena, prirodnog gasa, lož ulja, goriva, maziva, petrohemijskih proizvoda, sumpornog i tečnog naftnog gasa. Na dan 31. decembar 2007. godine, Preduzeće je imalo 20 zavisnih preduzeća u Rumuniji, Srbiji, Crnoj Gori, Bugarskoj, Moldaviji, Rusiji i Kazahstanu. Većinski vlasnik preduzeća Petrom SA je OMV AG. U toku prvih 6 meseci 2008. godine ukupni prihodi Preduzeća porasli su za 54% na 8,36 milijardi rumunskih leja. Neto dobit je u istom periodu porasla za 88% i dostigla je 1,66 milijardi rumunskih leja. Rast ukupnog prihoda rezultat je rasta prodaje na domaćem tržištu ali i rasta cena. Pozitivan efekat na neto dobit u posmatranom periodu imale su veće stope bruto i poslovne dobiti, a što je posledica nižih troškova vezanih za pružanje usluga trećim licima kao i većih ostalih finansijskih prihoda.

**OMV Aktiengesellschaft (OMV)** je naftna kompanija koja ima zaokružen proizvodni proces. Osnovna delatnost Preduzeća obuhvata istraživanje i vađenje nafte i gasa, rafinaciju i prodaju, proizvodnju petrohemijskih proizvoda i gasa, kao i proizvodnju energije. Preduzeće proizvodi oko 321.000 barel ekvivalenata nafte dnevno (boe/dan) a dokazane rezerve iznose oko 1,2 milijarde boe. Kapacitet rafinerija iznosi 26,4 miliona tona, a u svom sastavu Preduzeće ima i 2.538 pumpi u 13 država centralne i južne Evrope. OMV transportuje oko 52 milijarde kubnih metara gasa godišnje ka zapadnoj Evropi, a poseduje i skladišta gasa. Ukupna prodaja gasa prelazi 13 milijardi kubnih metara godišnje.

Pored toga, Preduzeće je 100% vlasnik preduzeća MV Exploration & Production, OMV Refining & Marketing i OMV Gas, ima udeo od 51% u rumunskoj naftnoj kompaniji Petrom, 50% u preduzeću koje se bavi prometom gasa EconGas, 45% u rafineriji Bajernoil i 40% u turskoj naftnoj kompaniji Petrol Ofisi. Preduzeće upravlja rafinerijama u gradu Švehat (Austrija) i Burghauzen (južna Nemačka). Obe ove rafinerije u svom sastavu imaju i petrohemijski deo. Zajedno sa rafinerijama Petrobrazi i Arpečim u Rumuniji i sa 45% udela u Bajernoil (južna Nemačka), ukupan kapacitet dostiže 26,4 miliona tona godišnje (540.000 barela dnevno).

**Petrol d.d.** Ljubljana je slovenačka kompanija koja se bavi prometom nafte, ali i ostalih energenata. Osnovna delatnost Preduzeća je promet nafte i naftnih derivata, upravljanje pumpama, prodaja gasa, grejanjem i snabdevanjem električnom energijom. Prodaju naftnih derivata Preduzeće obavlja preko mreže od 380 pumpi u Sloveniji i inostranstvu. Na slovenačkom tržištu Preduzeće je prisutno sa 280 pumpi i ima tržišni udeo u sektoru maloprodaje naftnih derivata od oko 71,1%.

Preduzeće se pored osnovne delatnosti bavi i upravljanjem lancem prodavnica Hip Hop, lancem servisnih stanica Tip Stop, ima restorane pored autoputa, prodaje robu široke potrošnje kao i proizvode namenjene industriji, bavi se prometom dizela i goriva za avione, maziva, parafina, automobilskih guma itd. Preduzeće ima i sopstvenu platnu karticu Magna.

Petrol d.d. Ljubljana je vodeća kompanija u okviru Petrol grupe, koja obuhvata sedam slovenačkih i sedam inostranih preduzeća u kojima Preduzeće ima 100% vlasništva, sedam joint venture preduzeća i pet zavisnih pravnih lica. Sedište kompanije je u Ljubljani.

U toku prvih 6 meseci 2008. godine Petrol d.d. Ljubljana ostvarila je ukupan prihod u iznosu od 752,563 miliona EUR što predstavlja rast od 53,1%. Neto dobit u istom periodu veća je za 13,6% i iznosi 15,24 miliona EUR. Rast ukupnih prihoda rezultat je povećane tražnje za proizvodima Preduzeća, posebno pratećih proizvoda. Na rast neto dobiti između ostalog uticali su i značajan rast finansijskih prihoda kao i povećanje udela u povezanim licima.

**Repsol YPF, S.A.** je naftna kompanija koja ima zaokružen proizvodni proces i bavi se gotovo svim aktivnostima vezanim za eksploataciju, preradu i promet nafte i naftnih derivata. Osnovne aktivnosti Preduzeća su istraživanje i eksploatacija sirove nafte i prirodnog gasa, transport naftnih derivata, tečnog naftnog gasa i prirodnog gasa, rafinacija sirovina, proizvodnja petrohemijskih proizvoda, prodaja naftnih derivata, petrohemijskih proizvoda i prirodnog gasa. Repsol YPF je prisutan u preko 30 zemalja i jedna je od 10 najvećih svetskih naftnih kompanija, a ujedno je lider je na tržištima Španije i Argentine.

U junu 2006. godine Preduzeće je preuzelo 10% kapitala West Siberian Resources Ltd. – ruske kompanije koja se bavi snabdevanjem gasom i logistikom. U martu 2006. godine preko kompanije Gas Natural SDG, S.A (u kojoj ima udeo od 30,85%) Preduzeće je preuzelo 30,8% kapitala Petroleum Oil & Gas Espana, S.A. – preduzeća koje se bavi istraživanjem i eksploatacijom nafte i gasa. U martu 2008. godine, Arkema je objavila da je završen proces preuzimanja ogranka Repsol YPF-a „polymethylmethacrylate“ (PMMA).

U toku prvih 6 meseci 2008. godine Repsol YPF S.A. ostvarila je prihod od 15,21 milijardi EUR što predstavlja rast od 11,8%. Neto dobit u istom periodu iznosi 905 miliona EUR što predstavlja rast od 11,8%. Rast ukupnih prihoda rezultat je pre svega rasta prodaje u segmentu istraživanja i proizvodnje, kao i rafinacije i prodaje i to uglavnom na tržištu Španije. Rast neto dobiti rezultat je nižih ostalih poslovnih rashoda kao i nižih troškova kamate.

**StatoilHydro, ASA** (ranije poznato pod imenom Statoil ASA) je preduzeće sa zaokruženim proizvodnim procesom sa sedištem u gradu Stavanger u Norveškoj, prisutno je na norveškom ali i na nekim stranim tržištima. Osnovne aktivnosti Preduzeća su istraživanje i razvoj i eksploatacija nafte i prirodnog gasa na naftnim platformama u Norveškoj. Preduzeće je prisutno u 40 država i jedno je od najvećih proizvođača sirove nafte i prirodnog gasa prisutnih na evropskom tržištu.

Na dan 31. Decembar 2007. godine dokazane rezerve Preduzeća iznose 2.389 miliona barela nafte i 576 milijardi kubnih metara prirodnog gasa, što u zbiru predstavlja 6.010 miliona barel ekvivalenata nafte (mmboe).

Delatnost StatoilHydro ASA može se podeliti u četiri poslovna segmenta – istraživanje i vađenje nafte u Norveškoj, istraživanje i vađenje nafte u inostranstvu, segment prirodnog gasa i proizvodnja i prodaja.

U februaru 2008. godine, EDB Business Partner ASA objavila da je završen proces preuzimana preduzeća IS Partner AS od StatoilHydro ASA. U martu 2008. godine Preduzeće je objavilo da je potpisan dogovor sa Andarkom o preuzimanju preostalih 50% udela u brazilskom projektu Pelegrino. U junu 2008. godine Dala Karaft AB objavila je vest o preuzimanju zavisnog lica StatoilHydro ASA – Hydro Energi AB. U decembru 2007. godine potpisan je kupoprodajni ugovor sa Fairfield & Mitsubishi o prodaju udela u britanskim naftnim platformama Dunlin (28,76%) i Merlin (2,35%). U decembru 2007. godine, Preduzeće je potpisalo ugovor o prodaji imovine u plitkim vodama američkog zaliva u Meksiku nekadašnjeg preduzeća Spinnaker preduzeću Mariner Energy Inc. U oktobru 2007. godine, potpisan je okvirni ugovor o partnerstvu sa Gazpromom vezan za prvu fazu razvoja projekta Shtokman. U avgustu 2007. godine Preduzeće preuzima 44,44% i 62% udela u poljima Mariner i Mariner Istok, kao i dodatnih 65,63% kapitala u naftnoj platformi Bressay (ukupan udeo 81,63%).

U periodu januar – jun 2008. godine StatoilHydro ASA zabeležila je ukupan prihod od 21,28 milijardi EUR što predstavlja rast od 33,1%. Neto dobit u istom periodu uvećana je za 16,7% i iznosi 2,34 milijarde EUR.

**NESTE OIL OYJ** je naftna kompanija sa sedištem u Finskoj. Preduzeće se bavi rafinacijom sirove nafte i prodajom naftnih derivata. Poslovanje se obavlja preko pet glavnih organizacionih jedinica: 1) rafinacija sirove nafte koja se bavi rafinacijom sirove nafte i prodajom daljim distributerima; 2) specijalni proizvodi ,koja se bavi proizvodnjom i plasmanom osnovnih derivata i komponenata benzina, upravlja zavisnim licem Nynas Petroleum koje se bavi proizvodnjom bitumena i specijalnih proizvoda od nafte; 3) brodski transport, koja se bavi pomorskim transportnom sirove nafte i naftnih derivata; 4) biodizel, koja je fokusirana na plasman NExBTL-a (druga generacija tehnologije u proizvodnji biodizela iz obnovljivih izvora) i 5) maloprodaja naftnih derivata, čija osnovna delatnost je prodaja naftnih derivata krajnjim potrošačima.

Preduzeće je preko svojih zavisnih lica prisutno na tržištima Evrope, Severne Amerike i Azije. Sedište preduzeća Neste Oil Corporation je u gradu Espu u Finskoj.

U prvih šest meseci 2008. godine. Neste Oil Corporation zabeležilo je ukupan prihod od 7,74 milijardi EUR što predstavlja rast od 36%. Neto dobit preduzeća u istom periodu iznos 354 miliona EUR što predstavlja povećanje od 3%. Rast prihoda rezultat je većeg obima poslovanja u segmentima maloprodaje i rafinacije, dok je razloge za relativno spor rast neto dobiti treba tražiti u relativno većim troškovima, pre svega troškovima materijala, usluga i radne snage, kao i nižu dobit koja potiče od povezanih pravnih lica.

## *7.2.3 Izbor i primena multiplikatora*

Kao rezultat naše detaljne analize NIS-a i izabranih uporedivih kompanija, kao i njihovih poređenja, zaključili smo da su najadekvatniji multiplikatori za primenu metoda uporedivih kompanija za procenu NIS-a

- Tržišna vrednost investiranog kapitala /Prihodi od prodaje (**MVIC/Prihodi**)
- Tržišna vrednost investiranog kapitala /Dobit pre kamate i oporezivanja (**MVIC/EBIT**)
- Tržišna vrednost investiranog kapitala / Dobit pre kamate, oporezivanja i amortizacije (**MVIC/EBITDA**)

MVIC/Prihodi dobija se deljenjem tržišne vrednosti investiranog kapitala sa ukupnim prihodima, MVIC/EBITDA deljenjem tržišne vrednosti investiranog kapitala sa dobiti pre kamate, oporezivanja i amortizacije (EBITDA), a MVIC/EBIT deljenjem tržišne vrednosti sa dobiti pre kamate i oporezivanja (EBIT). Svi multiplikatori izračunati su koristeći tržišnu kapitalizaciju uporedivih kompanija na dan 30. juni 2008. godine i finansijskih pokazatelja za period poslednjih dvanaest meseci (LTM). Prilikom primene tržišnog pristupa koristili smo i nekorigovane i korigovane (za rizik zemlje, veličinu, ugrađenu kontrolnu premiju i međusobno vlasništvo) multiplikatore vrednosti.

## *7.2.4 Korekcije za rizik zemlje i veličinu preduzeća*

Kako bi procenili rizik zemlje iskoristili smo podatke o kreditnom rejtingu zemlje kojeg izdaje Standard&Poor's rejting agencija. Kako bismo kvantifikovali rizik zemlje analizirali smo prosečan raspon prinosa između obveznica istog rejtinga kao što je rejting državnog duga predmetne zemlje i duga ocenjenog AAA rejtingom i taj raspon smo korigovali pokazateljem promenljivosti (standardna devijacija) korišćenog parametra. Više podataka o načinu procene rizika zemlje je dato u DNT sekciji ovoga izveštaja.

Premija na rizik ulaganja u mala preduzeća posebno je izračunata za svako preduzeće iz uzorka koristeći podatke objavljene u Godišnjaku SBBI za 2007 izdatu od strane IbbotsonAssociates.

Nakon što smo utvrdili premije za rizik zemlje i ulaganja u mala preduzeća izračunali smo prosečnu ponderisanu cenu kapitala (PPCK) za oba podskupa uporedivih preduzeća koristeći medijane za betu i odnos duga i kapitala za sva preduzeća u uzorku. Koristili smo neleverovanu betu od 0.79 koju smo leverovali koristeći medijanu odnosa duga i kapitala od 0.21. Tako izračunate PPCK za svako preduzeće iz uzorka deljene su sa PPCK NIS-a kako bi se izračunala koeficijent korekcije. Korekcija multiplikatora izvršena je primenom pomenutog koeficijenta korekcije na multiplikatore inicijalno izračunate na osnovu finansijskih pokazatelja za poslednjih dvanaest meseci.

## *7.2.5 Korekcije za međusobno povezana preduzeća u uzorku*

Neke od izabраниh regionalnih kompanija imaju udele u kapitalu nekog ili nekih od ostalih preduzeća iz uzorka i kako to ima direktan uticaj na tržišnu vrednost sopstvenog kapitala konkretnih preduzeća, morali smo da izvršimo korekcije tržišne vrednosti investiranog kapitala.

MOL ima udeo od 25% u INA-i koji nije konsolidovan u finansijskim izveštajima MOL-a, ali jeste reflektovan u ceni akcija MOL-a, tako da smo oduzeli 25% tržišne vrednosti kapitala INA-e na dan 30. juni 2008. godine od tržišne vrednost investiranog kapitala MOL-a na isti datum da bi smo eliminisali efekte vlasništva u kapitalu INA-e na tržišnu kapitalizaciju MOL-a a pre izračunavanja multiplikatora za MOL. Tako korigovana vrednost investiranog kapitala je deljena sa prihodima, EBITDA i EBIT za MOL.

OMV ima udeo od 20,22% u MOL-u i taj udeo takođe nije bio predmet konsolidacije u finansijskim izveštajima OMV-a. Slično kao u prethodnom slučaju, pre izračunavanja multiplikatora, od tržišne vrednost investiranog kapitala OMV-a oduzeto je 20,22% tržišne vrednosti kapitala MOL-a radi korekcija za uzajamno vlasništvo. Ovako korigovana vrednost investiranog kapitala je deljena sa prihodima, EBITDA i EBIT OMV-a.

Pored udela u MOL-u, OMV je vlasnik 51% kapitala u rumunskom Petrom-u (na dan 30. juni 2008.), međutim kako se radi o većinskom udelu koji je bio predmet konsolidacije, u ovom slučaju nismo vršili nikakve korekcije.

## *7.2.6 Korekcija za iznos kontrolne premije*

Pored pomenutih korekcija, verujemo da cene akcija Petrom-a i INA-e na datum procene u sebi sadrže i određenu kontrolnu premiju. Kontrolna premija je uključena u cenu iz razloga što se može očekivati da će OMV i MOL u skorijem roku pokušati da preuzmu kontrolni paket pomenutih preduzeća. U ovim slučaju smo koristili medijanu kontrolnih premija za industriju nafte i gasa u periodu 2005.-2007. godina koje objavljuje Mergerstat u svojoj publikaciji Control Premium Study, odnosno 23%. Za navedeni iznos kontrolne premije smo izvršili korekcije multiplikatora.

Takođe smo uzeli u obzir i poslednji pokušaj OMV-a da preuzme MOL. Naime, OMV je vlasnik 20,22% udela u MOL-u. Verujemo da se efekat ovog preuzimanja odrazio i na cenu akcija MOL-a na datum procene. Zbog toga smo i u ovom slučaju izvršili sličnu korekciju kao u slučaju Petrom-a i INA-e, ali sa kontrolnom premijom od 10% za MOL.

## *7.2.7 Primena multiplikatora*

Korigovane i nekorigovane multiplikatore izračunate na način kako je to objašnjeno primenili smo u tri scenarija zavisno od nivoa korigovanih i normalizovanih finansijskih pokazatelja

NIS-a – prihodi, EBIT i EBITDA. Kao rezultat primene relevantnih multiplikatora došli smo do preliminarne vrednosti investiranog kapitala.

- U okviru prvog scenarija koristili smo korigovane i normalizovane EBIT i EBITDA za period poslednjih dvanaest meseci.
- U drugom scenariju koristili smo projekcije 1 za izabrane finansijske pokazatelje formirane svođenjem polugodišnjeg rezultata 2008. godine na godišnji nivo, množenjem sa dva pod pretpostavkom da ne postoji sezonalnost u poslovanju. Zbog relativno grube aproksimacije, odlučili smo se da rezultate dobijene primenom ovog scenarija ne uzmemo u obzir prilikom donošenja zaključka o procenjenoj vrednosti.
- U trećem scenariju korišćena je projekcija 2 za prihode, EBIT i EBITDA za 2008. godinu koja je dobijena na sledeći način:
  - U prvom koraku smo izračunali ukupne prihode kao proizvod prihoda ostvarenih u prvoj polovini 2008. godine i koeficijenta koji je izračunat deljenjem prihoda ostvarenih tokom cele 2007. godine prihodima ostvarenim u prvoj polovini 2007. godine.
  - EBITDA je izračunat množenjem ukupnih prihoda izračunatih u prethodnom koraku i EBITDA stope ostvarene u 2007. godini.
  - EBIT je izračunat oduzimanjem amortizacije svedene na godišnji nivo od EBITDA izračunate u prethodnom koraku.

## *7.2.8 Korekcija za kamatonosne obaveze i neposlovna sredstva*

Izračunata preliminarne vrednost investiranog kapitala umanjena je za iznos kamatonosnih obaveza i uvećana za vrednost neposlovnih sredstava. Kao rezultat dobijena je fer tržišna vrednost 100% akcijskog kapitala na manjinskoj utrživoj osnovi.

## *7.2.9 Napomene u vezi sa premijama i diskontima*

Kako je predmet procene 100% akcijskog kapitala, primenili smo kontrolnu premiju od 22,7% na izračunatu vrednost 100% akcijskog kapitala na manjinskoj utrživoj osnovi. Kao rezultat došli smo do fer tržišne vrednosti 100% akcijskog kapitala na većinskoj utrživoj osnovi. Primenjena kontrolna premija izračunata je kao medijana kontrolnih premija ostvarenih prilikom transakcija naftnih kompanija u periodu 2005-2007, ne uzimajući u obzir negativne premije. Podaci o ostvarenim premijama preuzeti su iz publikacije Mergerstat Control Premiums Study. Kontrolne premije prikazane su u sledećoj tabeli:

Tabela 7-4 Kontrolne premije

	2007	2006	2005	Svi periodi
Prosek	14.9%	31.0%	32.1%	29%
Medijana	14.3%	23.2%	22.4%	23%

Izvor: Mergerstat

Uzimajući u obzir činjenicu da se kapital NIS-a ne trguje na organizovanim berzama to smo primenili diskont za neutrživost kapitala. Diskont za neutrživost se definiše kao «iznos ili procenat koji se oduzima od vrednosti kapitala da bi se izvršile korekcije za nedostatak utrživosti». Iznos diskonta za neutrživost smo utvrdili analizom brojnih studija, kao i svojim profesionalnim prosuđivanjem. Na osnovu naših analiza odlučili smo da primenimo diskont za nedostatak utrživosti u iznosu od 5%. Ovaj diskont je niži u odnosu na medijanu diskonta za neutrživost iz raznih studija koje smo koristili a koji je 29,5%. Ovako mali diskont za neutrživost između ostalog reflektuje vodeću poziciju NIS-a na srpskom tržištu, kao i mogućnost nalaženja potencijalnih kupaca zainteresovanih za akviziciju kontrolnog paketa akcija u NIS-u.

#### *7.2.10 Zaključak o procenjenoj vrednosti – metod uporedivih kompanija*

Nakon izbora odgovarajućih multiplikatora, učinili smo sledeće korake radi utvrđivanja zaključka o procenjenoj vrednosti:

- Izračunali smo nekorigovane i korigovane multiplikatore vrednosti MVIC/Prihodi, MVIC/EBIT i MVIC/EBITDA za uporedive kompanije.
- Nakon toga smo izračunali medijanu MVIC/prihodi, MVIC/EBIT i MVIC/EBITDA za dva uzorka uporedivih kompanija – Intergisane kompanije i Regionale kompanije kao najuporedivije sa NIS-om.
- Zatim smo primenili izabrane multiplikatore na NIS-ove korigovane i normalizovane prihode, EBIT i EBITDA na rezultate za proteklih dvanaest meseci, kao i za projektovane rezultate za 2008. godinu.
- U narednom koraku smo oduzeli kamatonosne obaveze i dodali vrednost neposlovnih sredstava da bi smo dobili vrednost 100% kapitala NIS-a na manjinskoj utrživoj osnovi.
- Primenili smo kontrolnu premiju od 22,7% da bi smo dobili vrednost kapitala na većinskoj osnovi.
- Na kraju smo primenili diskont za neutrživost od 5% da bi smo dobili vrednost kapitala na utrživoj osnovi.



# Deloitte.

U sledećim tabelama prikazan je detaljan obračun 100% vrednosti kapitala NIS-a na dan 30. jun 2008 godine na većinskoj neutrživoj osnovi korišćenjem korigovanih i nekorigovanih multiplikatora vrednosti.

Tabela 7-5 Obračun fer tržišne vrednosti 100% kapitala NIS-a na dan 30. jun 2008. – regionalne kompanije

	Država	NEKORIGOVANI MULTIPLIKATORI						Korekcije	KORIGOVANI MULTIPLIKATORI					
		MVIC / EBITDA	MVIC / EBIT	MVIC / Prihodi	MVIC / EBITDA	MVIC / EBIT	MVIC / Prihodi		MVIC / EBITDA	MVIC / EBIT	MVIC / Prihodi	MVIC / EBITDA	MVIC / EBIT	MVIC / Prihodi
		LTM	LTM	LTM	LTM	LTM	LTM		LTM	LTM	LTM	LTM	LTM	LTM
PETROL	Slovenija	n/a	n/a	0.71	n/a	n/a	0.71	1.16	n/a	n/a	0.62	n/a	n/a	0.62
MOL Hungarian Oil and Gas	Mađarska	7.02	10.69	0.92	7.02	10.69	0.92	1.12	5.62	8.56	0.74	5.62	8.56	0.74
OMV AG	Austrija	4.47	6.04	0.75	4.47	6.04	0.75	1.42	3.15	4.26	0.53	3.15	4.26	0.53
Hellenic Petroleum Co SA	Grčka	6.97	8.85	0.47	6.97	8.85	0.47	1.17	5.97	7.59	0.40	5.97	7.59	0.40
SNP Petrom SA	Rumunija	13.59	10.81	1.72	13.59	10.81	1.72	1.12	9.32	7.41	1.18	9.32	7.41	1.18
INA Group	Hrvatska	11.72	24.95	1.08	11.72	24.95	1.08	1.10	8.22	17.50	0.76	8.22	17.50	0.76
<b>Median</b>		<b>7.02</b>	<b>10.69</b>	<b>0.84</b>	<b>7.02</b>	<b>10.69</b>	<b>0.84</b>		<b>5.97</b>	<b>7.59</b>	<b>0.68</b>	<b>5.97</b>	<b>7.59</b>	<b>0.68</b>
Average		8.75	12.27	0.94	8.75	12.27	0.94		6.46	9.06	0.70	6.46	9.06	0.70
Min		4.47	6.04	0.47	4.47	6.04	0.47		3.15	4.26	0.40	3.15	4.26	0.40
Max		13.59	24.95	1.72	13.59	24.95	1.72		17.50	17.50	1.18	9.32	17.50	1.18
Standard deviation		3.76	7.35	0.43	3.76	7.35	0.43		2.40	4.98	0.27	2.40	4.98	0.27
Coefficient of variation		0.43	0.60	0.46	0.43	0.60	0.46		0.37	0.55	0.38	0.37	0.55	0.38
<b>Izabrani multiplikator</b>		<b>7.02</b>	<b>10.69</b>	<b>0.84</b>	<b>7.02</b>	<b>10.69</b>	<b>0.84</b>		<b>5.97</b>	<b>7.59</b>	<b>0.68</b>	<b>5.97</b>	<b>7.59</b>	<b>0.68</b>
		<i>LTM 07/07-06/08</i>	<i>LTM 07/07-06/08</i>	<i>LTM 07/07-06/08</i>	<i>ES2 2008</i>	<i>ES2 2008</i>	<i>ES2 2008</i>		<i>LTM 07/07-06/08</i>	<i>TM 07/07-06/08</i>	<i>TM 07/07-06/08</i>	<i>ES2 2008</i>	<i>ES2 2008</i>	<i>ES2 2008</i>
Finansijski indikatori - NIS	EUR 000	224,792	151,592	2,134,550	241,294	169,126	2,464,640		224,792	151,592	2,134,550	241,294	169,126	2,464,640
<b>Preliminarna vrednost investiranog kapitala</b>	EUR 000	<b>1,577,759</b>	<b>1,619,960</b>	<b>1,783,760</b>	<b>1,693,579</b>	<b>1,807,337</b>	<b>2,059,604</b>		<b>1,341,963</b>	<b>1,149,831</b>	<b>1,446,041</b>	<b>1,440,474</b>	<b>1,282,829</b>	<b>1,669,659</b>
minus: kamatonosne obaveze	EUR 000	494,935	494,935	494,935	494,935	494,935	494,935		494,935	494,935	494,935	494,935	494,935	494,935
plus: neposlovna sredstva	EUR 000	336,581	336,581	336,581	336,581	336,581	336,581		336,581	336,581	336,581	336,581	336,581	336,581
<b>Preliminarna procena vrednosti kapitala (manjinska,</b>	EUR 000	<b>1,419,405</b>	<b>1,461,606</b>	<b>1,625,406</b>	<b>1,535,225</b>	<b>1,648,983</b>	<b>1,901,250</b>		<b>1,183,609</b>	<b>991,477</b>	<b>1,287,687</b>	<b>1,282,120</b>	<b>1,124,475</b>	<b>1,511,305</b>
Plus: Kontrolna premija	%	22.7%	22.7%	22.7%	22.7%	22.7%	22.7%		22.7%	22.7%	22.7%	22.7%	22.7%	22.7%
Minus: Diskont za neutrživost	%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%		5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
<b>Fer tržišna vrednost 100% kapitala NIS-a na dan 30. jun 2008. na većinskoj neutrživoj osnovi</b>	EUR 000	<b>1,654,529</b>	<b>1,703,722</b>	<b>1,894,655</b>	<b>1,789,535</b>	<b>1,922,137</b>	<b>2,216,192</b>		<b>1,379,673</b>	<b>1,155,715</b>	<b>1,500,992</b>	<b>1,494,503</b>	<b>1,310,744</b>	<b>1,761,652</b>
<b>Zaokruženo</b>	EUR 000	<b>1,650,000</b>	<b>1,700,000</b>	<b>1,890,000</b>	<b>1,790,000</b>	<b>1,920,000</b>	<b>2,220,000</b>		<b>1,380,000</b>	<b>1,160,000</b>	<b>1,500,000</b>	<b>1,490,000</b>	<b>1,310,000</b>	<b>1,760,000</b>

Izvor: Bloomberg, OneSource i obračun Deloitte

Na osnovu primene Tržišnog pristupa – metod uporedivih preduzeća, koristeći korigovane i nekorigovane multiplikatore vrednosti iz uzorka Regionalnih kompanija raspon procenjene vrednost 100% kapitala preduzeća Naftna industrija Srbije a.d, Novi Sad na većinskoj neutrživoj osnovi na dan 30. jun 2008. godine procenjena je u rasponu od **1.160.000.0000 EUR** do **2.200.000.0000 EUR** (zaokruženo).

Tabela 7-6 Obračun fer tržišne vrednosti 100% kapitala NIS-a na dan 30. jun 2008. – integrisane kompanije

	Država	NEKORIGOVANI MULTIPLIKATORI						Korekcije	KORIGOVANI MULTIPLIKATORI					
		MVIC / EBITDA LTM	MVIC / EBIT LTM	MVIC / Prihodi LTM	MVIC / EBITDA LTM	MVIC / EBIT LTM	MVIC / Prihodi LTM		MVIC / EBITDA LTM	MVIC / EBIT LTM	MVIC / Prihodi LTM	MVIC / EBITDA LTM	MVIC / EBIT LTM	MVIC / Prihodi LTM
Repsol YPF SA	Španija	4.56	6.81	1.12	4.56	6.81	1.12	1.33	3.43	5.13	0.84	3.43	5.13	0.84
StatoilHydro ASA	Norveška	3.25	4.03	1.16	3.25	4.03	1.16	1.42	2.30	2.84	0.82	2.30	2.84	0.82
MOL Hungarian Oil and Gas	Mađarska	7.02	10.69	0.92	7.02	10.69	0.92	1.12	5.62	8.56	0.74	5.62	8.56	0.74
Neste Oil OYJ	Finska	6.28	8.01	0.44	6.28	8.01	0.44	1.27	4.96	6.33	0.35	4.96	6.33	0.35
OMV AG	Austrija	4.47	6.04	0.75	4.47	6.04	0.75	1.42	3.15	4.26	0.53	3.15	4.26	0.53
SNP Petrom SA	Rumunija	13.59	10.81	1.72	13.59	10.81	1.72	1.12	9.32	7.41	1.18	9.32	7.41	1.18
INA Group	Hrvatska	11.72	24.95	1.08	11.72	24.95	1.08	1.10	8.22	17.50	0.76	8.22	17.50	0.76
<b>Median</b>		<b>5.79</b>	<b>8.75</b>	<b>1.10</b>	<b>5.79</b>	<b>8.75</b>	<b>1.10</b>		<b>4.96</b>	<b>6.33</b>	<b>0.76</b>	4.96	<b>6.33</b>	<b>0.76</b>
Average		7.44	10.56	1.13	7.44	10.56	1.13		5.29	7.43	0.74	5.29	7.43	0.74
Min		3.25	4.03	0.75	3.25	4.03	0.75		9.32	17.50	1.18	9.32	17.50	1.18
Max		13.59	24.95	1.72	13.59	24.95	1.72		2.30	2.84	0.35	2.30	2.84	0.35
Standard deviation		4.26	7.54	0.33	4.26	7.54	0.33		2.65	4.84	0.26	2.65	4.84	0.26
Coefficient of variation		0.57	0.71	0.29	0.57	0.71	0.29		0.50	0.65	0.35	0.50	0.65	0.35
<b>Izabrani multiplikator</b>		<b>5.79</b>	<b>8.75</b>	<b>1.10</b>	<b>5.79</b>	<b>8.75</b>	<b>1.10</b>		<b>4.96</b>	<b>6.33</b>	<b>0.76</b>	4.96	<b>6.33</b>	<b>0.76</b>
Finansijski indikatori - NIS	EUR 000	<i>LTM 07/07-06/08</i> 224,792	<i>LTM 07/07-06/08</i> 151,592	<i>LTM 07/07-06/08</i> 2,134,550	<i>ES2 2008</i> 241,294	<i>ES2 2008</i> 169,126	<i>ES2 2008</i> 2,464,640		<i>LTM 07/07-06/08</i> 224,792	<i>TM 07/07-06/08</i> 151,592	<i>TM 07/07-06/08</i> 2,134,550	<i>ES2 2008</i> 241,294	<i>ES2 2008</i> 169,126	<i>ES2 2008</i> 2,464,640
<b>Preliminarna vrednost investiranog kapitala</b>	EUR 000	<b>1,301,031</b>	<b>1,326,032</b>	<b>2,349,038</b>	<b>1,396,537</b>	<b>1,479,411</b>	<b>2,712,297</b>		<b>1,115,198</b>	<b>959,758</b>	<b>1,623,019</b>	<b>1,197,063</b>	<b>1,070,771</b>	<b>1,874,005</b>
minus: kamatonosne obaveze	EUR 000	494,935	494,935	494,935	494,935	494,935	494,935		494,935	494,935	494,935	494,935	494,935	494,935
plus: neposlovna sredstva	EUR 000	336,581	336,581	336,581	336,581	336,581	336,581		336,581	336,581	336,581	336,581	336,581	336,581
<b>utrživa)</b>	EUR 000	<b>1,142,677</b>	<b>1,167,678</b>	<b>2,190,684</b>	<b>1,238,183</b>	<b>1,321,057</b>	<b>2,553,943</b>		<b>956,844</b>	<b>801,404</b>	<b>1,464,665</b>	<b>1,038,709</b>	<b>912,417</b>	<b>1,715,651</b>
Plus: Kontrolna premija	%	22.7%	22.7%	22.7%	22.7%	22.7%	22.7%		22.7%	22.7%	22.7%	0.23	22.7%	22.7%
Minus: Diskont za neutrživost	%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%		5.0%	5.0%	5.0%	0.05	5.0%	5.0%
<b>Fer tržišna vrednost 100% kapitala NIS-a na dan 30. jun 2008. na većinskoj neutrživoj osnovi</b>	EUR 000	<b>1,331,961</b>	<b>1,361,104</b>	<b>2,553,570</b>	<b>1,443,288</b>	<b>1,539,890</b>	<b>2,977,003</b>		<b>1,115,346</b>	<b>934,156</b>	<b>1,707,286</b>	<b>1,210,771</b>	<b>1,063,558</b>	<b>1,999,848</b>
<b>Zaokruženo</b>	EUR 000	<b>1,330,000</b>	<b>1,360,000</b>	<b>2,550,000</b>	<b>1,440,000</b>	<b>1,540,000</b>	<b>2,980,000</b>		<b>1,120,000</b>	<b>930,000</b>	<b>1,710,000</b>	<b>1,210,000</b>	<b>1,060,000</b>	<b>2,000,000</b>

Izvor: Bloomberg, OneSource i obračun Deloitte

Na osnovu primene Tržišnog pristupa – metod uporedivih preduzeća, koristeći korigovane i nekorigovane multiplikatore vrednosti iz uzorka Integriranih kompanija raspon procenjene vrednosti 100% kapitala preduzeća Naftna industrija Srbije a.d, Novi Sad na većinskoj neutrživoj osnovi na dan 30. jun 2008. godine procenjena je u rasponu od **930.000.000 EUR** do **2.980.000.000 EUR** (zaokruženo).

### 7.3 Primena metoda uporedivih transakcija

Polazna tačka u primeni metoda je pretraživanje baze Mergerstat za podacima o transakcijama preduzeća koja se bave eksploatacijom, preradom i prometom nafte i naftnih derivata, a koja su uporediva sa NIS-om. Period koji smo obuhvatili pretragom je 30 jun 2003.– 30 jun 2008. godine.

Pregled izabranih transakcija pogodnih za primenu metode uporedivih transakcija, prikazani su u sledećoj tabeli. Pregled pored imena preduzeća koja su bila predmet transakcija obuhvata i datum zatvaranja transakcije, naziv kupca, udeo koji je prodat i vrednost transakcije u milionima USD.

Tabela 7-7 Pregled uporedivih transakcija

Datum zatvaranja transakcije	Predmet transakcije	Država	Kupac	Prodat udeo	Veličina transakcije (USD mn)
21.02.2008	Repsol YPF SA	Španija	Grupo Petersen	14.9%	2,235
31.08.2006	Galp Energia SGPS SA	Portugal	Interfamilia II SGPS SA	14.3%	922
13.09.2006	Galp Energia SGPS SA	Portugal	Interfamilia II SGPS SA	18.3%	1,170
21.10.2005	Millhouse Capital (UK) Ltd.	Velika Britanija	Gazprom OAO	72.7%	13,093
17.06.2005	Gazprom OAO	Rusija	Government of Russia	10.7%	7,135
29.09.2004	Lukoil Holdings OAO	Rusija	ConocoPhillips	10.0%	2,616
10.11.2003	Industrija Nafte dd	Hrvatska	MOL Hungarian Oil & G	25.0%	505

Izvor: Mergerstat

#### 7.3.1 Kriterijumi za izbor uporedivih transakcija

Naše istraživanje je rezultiralo selekcijom sedam transakcija koje zadovoljavaju neki od osnovnih kriterijuma:

- Transakcije su realizovane u periodu između 30. juna 2003. i 30 juna 2008. godine
- Prodata preduzeća imaju zaokruženi proizvodni ciklus i značajnu maloprodajnu mrežu benzinskih stanica
- Prodata preduzeća posluju u Evropi
- Imaju relativno slične pokazatelje poslovanja kao i projektovani rast (profitabilnost, likvidnost, strukturu kapitala i efikasnost) u poređenju sa NIS-om.

## *7.3.2 Izbor i primena multiplikatora*

Obavili smo ograničenu finansijsku analizu sedam izabranih transakcija i poredili smo finansijske pokazatelje preduzeća pre transakcije sa ostvarenom cenom za svako preduzeće iz skupa. Nakon analize, za svako preduzeće izračunali smo, korigovali i koristili sledeće multiplikatore:

- Vrednost investiranog kapitala / Poslovni prihodi (MVIC/Prihodi)
- Vrednost investiranog kapitala / EBIT (MVIC/EBIT)
- Vrednost investiranog kapitala / EBITDA (MVIC/EBITDA)

Inicijalni multiplikatori MVIC/Prihodi, MVIC/EBIT i MVIC/EBITDA pre primene korekcija izračunati su na osnovu podataka iz baze Mergerstat. Prilikom izračunavanja koristili smo vrednost investiranog kapitala na dan zatvaranja transakcije.

Nakon izbora uporedivih transakcija, formiranja uzorka i izračunavanja multiplikatora, u sledećem koraku korigovali smo inicijalno izračunate multiplikatore koeficijentom korekcije koji uzima u obzir rizik zemlje, veličinu preduzeća, kao i implicirani diskont za nedostatak kontrole.

## *7.3.3 Korekcije za rizik zemlje i veličinu preduzeća*

Kako bi procenili rizik zemlje iskoristili smo kreditni rejting zemlje izdat od strane Standard&Poor's rejting agencije. Kako bismo kvantifikovali rizik zemlje analizirali smo prosečan raspon prinosa između obveznica istog rejtinga i duga ocenjenog AAA rejtingom i taj raspon smo korigovali pokazateljem promenljivosti (standardnom devijacijom) korišćenog parametra.

Premija na rizik ulaganja u mala preduzeća posebno je izračunata za svako preduzeće iz uzorka koristeći podatke objavljene u Godišnjaku SBBI za 2007 izdatu od strane IbbotsonAssociates.

Nakon što smo utvrdili premije za rizik zemlje i ulaganja u mala preduzeća izračunali smo prosečnu ponderisanu cenu kapitala (PPCK) za svako preduzeće u uzorku koristeći medijane za betu i odnos duga i kapitala za sva preduzeća u uzorku uporedivih kompanija. Ovako izračunate PPCK za svako preduzeće iz uzorka deljene su sa PPCK NIS-a kako bi izračunali koeficijent korekcije. Korekcija multiplikatora izvršena je primenom pomenutog koeficijenta korekcije na multiplikatore inicijalno izračunate na osnovu finansijskih pokazatelja za poslednjih dvanaest meseci.

### *7.3.4 Korekcija za iznos kontrolne premije*

Predmet prodaje kod svih posmatranih transakcije osim Millhouse Capital (UK) Ltd. bio je manjinski udeo, tako da je na vrednost transakcije uticalo i to što kupac ne stiče kontrolu nad preduzećem, odnosno uključen je diskont za nedostatak kontrole.

Multiplikatori izračunati za Millhouse Capital (UK) Ltd. nisu korigovani za nedostatak kontrole zbog činjenice da je Gazprom OAO preuzeo kontrolni paket od 71% kapitala Millhouse Capital (UK) Ltd.

Korekcije koje smo primenili predstavljaju dodatak kontrolne premije na multiplikatore za ostala preduzeća iz uzorka. Primenjena kontrolna premija izračunata je kao medijana kontrolnih premija ostvarenih prilikom transakcija naftnih kompanija u periodu 2005-2007, ne uzimajući u obzir negativne premije. Podaci o ostvarenim premijama preuzeti su iz publikacije Mergerstat Control Premiums Study.

### *7.3.5 Primena multiplikatora*

Nekorigovane i korigovane multiplikatore izračunate na način kako je to objašnjeno primenili smo na korigovane i normalizovane finansijske pokazatelje NIS-a – prihodi, EBIT i EBITDA za poslednjih dvanaest meseci i na projektovane rezultate 2008.

### *7.3.6 Korekcija za kamatonosne obaveze i neposlovna sredstva*

Izračunata preliminarna vrednost investiranog kapitala umanjena je za iznos kamatonosnih obaveza i uvećana za vrednost neposlovnih sredstava na datum procene. Kao rezultat dobijena je fer tržišna vrednost na neutrživoj osnovi.

### *7.3.7 Metod uporedivih transakcija – zaključak o vrednosti*

Na osnovu primene Tržišnog pristupa – metod uporedivih transakcija, raspon procenjene vrednosti 100% kapitala preduzeća NIS a.d, Novi Sad na većinskoj neutrživoj osnovi na dan 30. jun 2008. godine procenjena je u rasponu od **1.270.000.000 EUR** do **3.390.000.000 EUR** (zaokruženo).

U sledećim tabelama prikazana je obračun 100% vrednosti kapitala NIS-a na dan 30. jun 2008 godine:

Tabela 7-8 Obračun fer tržišne vrednosti 100% kapitala NIS-a na dan 30. jun 2008. godine na većinskoj neutrživoj osnovi – metod uporedivih transakcija

	Država	NEKORIGOVANI MULTIPLIKATORI						Korekcije	KORIGOVANI MULTIPLIKATORI					
		MVIC /	MVIC /	MVIC /	MVIC /	MVIC /	MVIC /		MVIC /	MVIC /	MVIC /	MVIC /	MVIC /	MVIC /
		Prihodi	EBITDA	EBIT	Prihodi	EBITDA	EBIT		Prihodi	EBITDA	EBIT	Prihodi	EBITDA	EBIT
	LTM	LTM	LTM	LTM	LTM	LTM		LTM	LTM	LTM	LTM	LTM	LTM	LTM
Repsol YPF SA	Španija	1.85	4.66	7.60	1.85	4.66	7.60	1.03	2.34	5.90	9.63	2.34	5.90	9.63
Galp Energia SGPS SA	Poljska	0.73	7.61	11.85	0.73	7.61	11.85	0.75	0.67	7.03	10.95	0.67	7.03	10.95
Galp Energia SGPS SA	Poljska	0.73	7.61	11.84	0.73	7.61	11.84	0.75	0.67	7.03	10.94	0.67	7.03	10.94
Millhouse Capital (UK) Ltd.	Velika Britanija	2.15	5.26	6.30	2.15	5.26	6.30	0.71	1.86	4.55	5.45	1.86	4.55	5.45
Gazprom OAO	Rusija	2.35	0.00	7.55	2.35	0.00	7.55	0.82	2.35	0.00	7.55	2.35	0.00	7.55
Lukoil Holdings OAO	Rusija	1.14	5.43	6.58	1.14	5.43	6.58	0.82	1.14	5.43	6.58	1.14	5.43	6.58
Industrija Nafte dd	Hrvatska	1.09	12.53	14.12	1.09	12.53	14.12	0.97	1.30	14.99	16.89	1.30	14.99	16.89
<b>Medijana</b>		<b>1.44</b>	<b>8.25</b>	<b>10.47</b>	<b>1.44</b>	<b>8.25</b>	<b>10.47</b>		<b>1.23</b>	<b>6.81</b>	<b>9.61</b>	1.30	<b>5.90</b>	<b>9.63</b>
Prosek		1.44	8.25	10.47	1.44	8.25	10.47		1.43	7.17	9.36	1.48	6.42	9.71
Min		1.03	4.65	7.59	1.03	4.65	7.59		0.66	4.28	5.13	0.67	0.00	5.45
Max		1.85	11.85	13.35	1.85	11.85	13.35		2.34	14.18	15.97	2.35	14.99	16.89
Standardna devijacija		0.58	5.09	4.07	0.58	5.09	4.07		0.70	3.24	3.61	0.72	4.47	3.81
Koeficijent varijacije		0.40	0.62	0.39	0.40	0.62	0.39		0.49	0.45	0.39	0.49	0.70	0.39
<b>Izabrani multiplikator</b>		<b>1.44</b>	<b>8.25</b>	<b>10.47</b>	<b>1.44</b>	<b>8.25</b>	<b>10.47</b>		<b>1.23</b>	<b>6.81</b>	<b>9.61</b>	1.30	<b>5.90</b>	<b>9.63</b>
		<i>LTM 07/07-06/08</i>	<i>LTM 07/07-06/08</i>	<i>LTM 07/07-06/08</i>	<i>ES2 2008</i>	<i>ES2 2008</i>	<i>ES2 2008</i>		<i>LTM 07/07-06/08</i>	<i>TM 07/07-06/08</i>	<i>TM 07/07-06/08</i>	<i>ES2 2008</i>	<i>ES2 2008</i>	<i>ES2 2008</i>
Finansijski indikatori - NIS	EUR 000	2,134,550	224,792	151,592	2,464,640	241,294	169,126		2,134,550	224,792	151,592	2,464,640	241,294	169,126
<b>Preliminarna vrednost investiranog kapitala</b>	EUR 000	<b>3,073,752</b>	<b>1,854,534</b>	<b>1,587,168</b>	<b>3,549,082</b>	<b>1,990,676</b>	<b>1,770,744</b>		<b>2,630,070</b>	<b>1,530,824</b>	<b>1,457,169</b>	<b>3,213,689</b>	<b>1,424,047</b>	<b>1,627,851</b>
minus: kamatonosne obaveze	EUR 000	494,935	494,935	494,935	494,935	494,935	494,935		494,935	494,935	494,935	494,935	494,935	494,935
plus: neposlovna sredstva	EUR 000	336,581	336,581	336,581	336,581	336,581	336,581		336,581	336,581	336,581	336,581	336,581	336,581
<b>Fer tržišna vrednost 100% kapitala NIS-a</b>	EUR 000	<b>2,915,398</b>	<b>1,696,180</b>	<b>1,428,814</b>	<b>3,390,728</b>	<b>1,832,322</b>	<b>1,612,390</b>		<b>2,471,716</b>	<b>1,372,470</b>	<b>1,298,815</b>	<b>3,055,335</b>	<b>1,265,693</b>	<b>1,469,497</b>
<b>Zaokruženo</b>	EUR 000	<b>2,920,000</b>	<b>1,700,000</b>	<b>1,430,000</b>	<b>3,390,000</b>	<b>1,830,000</b>	<b>1,610,000</b>		<b>2,470,000</b>	<b>1,370,000</b>	<b>1,300,000</b>	<b>3,060,000</b>	<b>1,270,000</b>	<b>1,470,000</b>

Izvor: Mergerstat i obračun Deloitte



## 8 Zaključak o procenjenoj vrednosti kapitala

Zaključak o procenjenoj vrednosti smo bazirali na osnovu izvršenih analiza, intervjuja sa menadžmentom NIS-a, primenjenim različitim pristupima proceni vrednosti kapitala, te našem profesionalnom sudu. Na osnovu uslova našeg angažmana, kao i same svrhe procene vrednosti kapitala, treba da donesemo sud o samo jednoj jedinstvenoj procenjenoj vrednosti kapitala što smo i učinili a na osnovu procenjenog raspona vrednosti shodno rezultatima naših analiza i profesionalnog suda.

Kao što je to predhodno istaknuto, u okviru procene prinosnim i troškovnim pristupom, a primenom metoda diskontovanja novčanih tokova i neto imovine, procenjene su vrednosti pod pretpostavkom dva scenarija kretanja cena sirove nafte. U okviru osnovnog scenarija pretpostavili smo da će se cene sirove nafte u periodu 2008-2012 kretati na nivou proseka projektovanih cena iz projekcija Economist Intelligence Unit-a i Deutsche Bank-e a za koje je pretpostavljeno da će u periodu posle 2012. godine da rastu na nivou očekivane inflacije u Evro zoni od 1.5% godišnje. U drugom, optimističkom scenariju pretpostavljen je nešto brži rast cena sirove nafte. Cena nafte za 2008. godinu je projektovana na nivou proseka projektovanih cena od strane Economist Intelligence Unit-a i Deutsche Bank-e. Dok je za period posle 2008. godine projektovan linearni rast cena sirove nafte tako da do 2030. godine cena sirove nafte dostigne nivo od 186 USD, kako je to projektovano od strane Energy Information Administration Američkog ministarstva za energetiku. Naš zaključak o procenjenoj vrednosti na osnovu metoda diskontovanih novčanih tokova i metoda neto imovine zasnovali smo na proseku dobijenih vrednosti primenom navedena dva scenarija kretanja cene sirove nafte.

Prinosni pristup daje indikaciju vrednosti zasnovanu na očekivanjima i budućim planovima menadžmenta NIS-a. Poslovni planovi NIS-a predviđaju značajno poboljšanje finansijskih rezultata a kao rezultat povećanja prodaje koja bi usledila kao posledica značajnih kapitalnih ulaganja. Procena se zasniva na pretpostavci da će ovi kapitalni izdaci i njihovi efekti biti realizovani u skladu sa predviđanjima poslovnog plana Preduzeća. Metod diskontovanih novčanih tokova se smatra teoretski najprihvatljivijim metodom procene vrednosti u odnosu na sve druge metode, pošto eksplicitno obuhvata buduće koristi koje generiše procenjivana imovina. Iako rezultati dobijeni metodom diskontovanih novčanih tokova u značajnoj meri utiču na odluku o konačnoj procenjenoj vrednosti kapitala, potrebno je imati u vidu izraženu osetljivost rezultata na pretpostavku o budućim cenama sirove nafte. Pored toga, metod diskontovanih novčanih tokova je baziran na finansijskim projekcijama koje imaju određenih ograničenja kao što je to već navedeno u ovom izveštaju.

Metod neto imovine je zasnovan na pojedinačnim procenama celokupne imovine i svih obaveza Preduzeća i obično se koristi prilikom procene kapitalno intenzivnih preduzeća. Ovaj metod takođe pruža uvid u to koja imovina najviše doprinosi vrednosti preduzeća. Za razliku od rezultata dobijenih korišćenjem metoda diskontovanih novčanih tokova, rezultati metoda

neto imovine, iako variraju u skladu sa učinjenim pretpostavkama o budućem kretanju cena sirove nafte, ipak su manje osetljivi na promene cene sirove nafte i promene na finansijskim tržištima u odnosu na rezultate dobijene metodom diskontovanja novčanih tokova.

Tržišni pristup – metod uporedevih kompanija i metod uporedivih transakcija, predstavlja procenu hipotetičke vrednosti do koje se dolazi poređenjem sa sličnim kompanijama. Kvalitet rezultata procene dobijenih primenom tržišnog pristupa je limitiran izborom uporedivih kompanija. Teško je pronaći integrisane naftne kompanije koje su zaista slične NIS-u. Suštinske razlike između uporedivih kompanija su u razlikama u dokazanim i verovatnim rezervama nafte (1P) a za šta je izuzetno teško izvršiti korekciju primenjenih multiplikatora vrednosti. Imajući u vidu navedene poteškoće, rezultati procene dobijeni tržišnim pristupom služe samo za proveru održivosti rezultata dobijenih korišćenjem prethodna dva metoda procene.

Većina investitora procenjuju vrednost investicija u kompanije na osnovu analize diskontovanih novčanih tokova za čiju proveru koriste neki drugi metod ( metod uporedivih kompanija, uporedivih transakcija ili metod neto imovine). Metod diskontovanih novčanih tokova se prvenstveno koristi zbog toga što obuhvata i odražava specifičnosti u vezi sa budućim planovima i strategijom Preduzeća.

Sve korišćene metode procene vrednosti ukazuju na relativno konsistentne rezultate, mada metodi tržišnog pristupa sugerišu vrednost bližu nižem nivou raspona procenjene vrednosti.

Prilikom donošenja zaključka o procenjenoj vrednosti NIS-a, podjednako je razmatran metod diskontovanih novčanih tokova i metod neto imovine, jer je vrednost kompanije kako u njenoj prinosnoj snazi, tako i u sredstvima kojim raspolaže..

Na bazi primenjenih metoda, učinjenih pretpostavki i analiza prezentovanih u ovom izveštaju, kao i ostalih relevantnih činjenica, smatramo da fer tržišna vrednost 100% kapitala Naftne industrije Srbije a.d., Novi Sad, na većinskoj neutrživoj osnovi, na dan 30. jun 2008. godine iznosi (zaokruženo):

**2.200.000.000 EUR**

---

**(dve milijarde i dve stotine miliona evra )**

Mi smo nezavisni od Agencije za privatizaciju, Preduzeća, i bilo koje treće strane koja bi mogla da ima neki interes u kapitalu NIS-a ili njegovoj imovini i nemamo nikakvih trenutnih niti budućih interesa u kapitalu ili imovini NIS-a. Naša naknada za konsultantske usluge nije ni na koji način povezana sa rezultatima naše analize.

Rezultat naše procene ne predstavlja mišljenje o “pravednosti”, niti savet u cilju investiranja i ne treba ga koristiti te svrhe.