



Crna Gora
Ministarstvo saobraćaja i pomorstva
Kabinet ministra

Adresa: Rimski trg 46,
81000 Podgorica, Crna Gora
tel: +382 20 234 179
fax: +382 20 234 331

Broj: 34/19-01-10196/1

Podgorica, 20. decembar 2019.

SKUPŠTINA CRNE GORE		CRNA GORA SKUPŠTINA CRNE GORE	
		PRIMLJENO: 20.12 - 20.19	GOD.
KLASIFIKACIONI BROJ: 14-5/19-2/3		VEZA:	
EPA: 888 XXVI		SKRAĆENICA:	
PRILOG:			

Uvaženi,

U prilogu vam dostavljamo Izveštaj – Analizu opravdanosti predloženog ulaganja u kompaniju Montenegro Airlines a.d. Podgorica, koja je pripremljena od strane konsultantske kuće Deloitte (120 primjeraka).

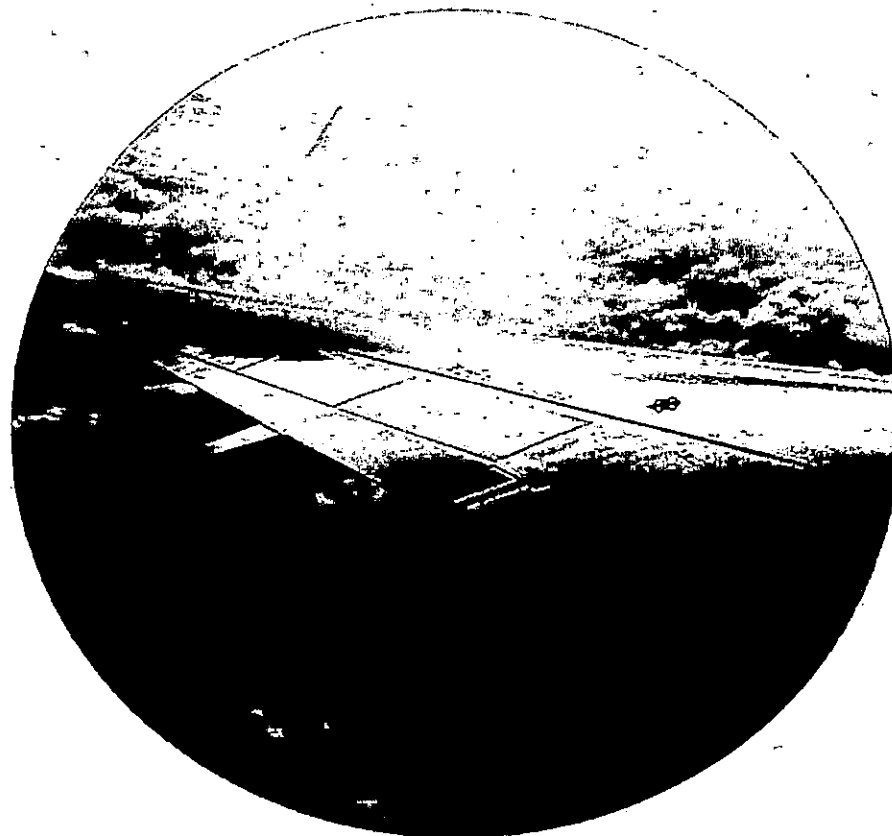
S poštovanjem,


Osman Nurković
MINISTAR

Dostavljeno:

-Naslovu x 120

-a/a



Projekat Boing

Izvještaj - Analiza opravdanosti predloženog ulaganja u kompaniju Montenegro Airlines a.d. Podgorica

Finansijsko savetovanje | 17. Decembar 2019.

Deloitte.



Deloitte d.o.o.

Br. 420-11F

17.12. 2019. god
BEOGRAD

Deloitte d.o.o.

Terazije 8

11000 Beograd

Srbija

Tel +381 11 3812 120

Fax +381 11 3812 112

www.deloitte.com/sr

17. Decembar 2019. godine

g. Darko Radunović, Ministar

**Ministarstvo finansija Crne
Gore**

Stanka Dragojevića 2,

Podgorica

Crna Gora

Poštovani g. Radunović,

Dostavljamo Vam Izveštaj - Analiza opravdanosti predloženog ulaganja u kompaniju Montenegro Airlines a.d. Podgorica ("Izveštaj") u skladu sa uslovima Ugovora o finansijskom savetovanju iz decembra 2019. godine. ("Ugovor").

Izveštaj sadrži pregled poslovnog plana kompanije Montenegro Airlines a.d. Podgorica ("Kompanija", "Društvo" ili "MA"), pregled planiranih ulaganja u Kompaniju od strane države Crne Gore ("Države"), analiza finansijskih efekata planiranih ulaganja, analizu finansijskih efekata u slučaju da Kompanija prestane sa poslovanjem, kao i analizu isplativosti planiranih ulaganja sa aspekta načela investitora u tržišnoj ekonomiji.

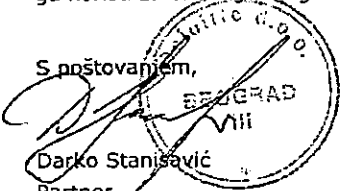
Prilikom izrade Izveštaja, oslonili smo se na podatke pribavljene od rukovodstva Kompanije i Klijenta, Predlog Zakona o ulaganju u konsolidaciju i razvoj Kompanije ("Predlog Zakona"), Plan finansijske konsolidacije i osnovni pravci razvoja "Montenegro Airlines" AD Podgorica ("Plan Kompanije"), podatke iz Capital IQ baze podataka, kao i na javno dostupne podatke. Pouzdali smo se u pribavljene podatke i informacije bez nezavisne potvrde verodostojnosti podataka i informacija. Takođe, nismo izvršili reviziju pribavljenih podataka te ne izražavamo mišljenje niti bilo koji drugi vid potvrde verodostojnosti podataka.

Rad na Izveštaju smo završili 13. decembra 2019. godine i nakon toga nismo ažurirali Izveštaj, niti smo analizirali podatke i informacije dostavljene nakon tog datuma.

Sekcija Rezime pruža uvid u najznačajnije činjenice i zaključke do kojih smo došli tokom naše analize. Posebno naglašavamo da pomenutu sekciju treba razmatrati zajedno sa celokupnim Izveštajem, koji sadrži sekcije i priloge pobrojane u Sadržaju na strani 3.

Ovaj Izveštaj je poverljiv i podložan ograničenjima njegove upotrebe kako je definisano Ugovorom. Nijedna strana ne bi trebalo da ga koristi za bilo koje druge svrhe, sem na način striktno definisan Ugovorom.

S poštovanjem,


Darko Stanisavić
Partner

Deloitte d.o.o. Beograd



Sadržaj

Uvod	4
Rezime	7
O Kompaniji	10
Pregled planiranih ulaganja u Kompaniju	15
Analiza efekata planiranih ulaganja	22
Procena vrednosti investicija	28
Analiza scenarija stečajnog postupka	31
Uporedne vrednosti opcija	34
Prilozi	36

Stanisavić Darko, ASA

Partner

Tel: +381 11 3812134

Mob: +381 65 3164350

Email: dstanisavic@deloittece.com

Surla Vladimir, CFA

Direktor

Tel: +381 11 381 2175

Mob: +381 60 8183733

Email: vsurla@deloittece.com



Uvod

Uvod	4
Rezime	7
O Kompaniji	10
Pregled planiranih ulaganja u Kompaniju	15
Analiza efekata planiranih ulaganja	22
Procena vrednosti investicija	28
Analiza scenarija stečajnog postupka	31
Uporedne vrednosti opcija	34
Prilozi	36



Uvod | Predmet angažovanja

Deloitte je angažovan da izvrši analizu isplativosti predloženog ulaganja u Kompaniju od strane Države, u cilju sprovođenja testa subjekta u tržišnoj ekonomiji u skladu sa relevantnim smernicama Evropske Komisije.

Identifikacija Klijenta

- Deloitte je angažovan od strane Ministarstva finansija Crne Gore ("Ministarstvo", "Klijent") da izvrši analizu isplativosti predloženog ulaganja u Kompaniju od strane Države.
- Izveštaj je pripremljen u skladu sa Ugovorom o finansijskom savetovanju iz decembra 2019. godine.

Svrha Izveštaja

- Svrha Izveštaja je sprovođenje testa subjekta u tržišnoj ekonomiji ("MEO test"), u skladu sa smernicama Evropske Komisije o pojmu državne pomoći broj 262/01 od 2016. godine ("Smernice").

Sprovedene aktivnosti

- Sprovedene su sledeće aktivnosti:
 - Izvršen je pregled poslovnog plana Kompanije.
 - Izvršen je pregled planiranih ulaganja u Kompaniju od strane Države.
 - Izvršena je analiza finansijskih efekata planiranih ulaganja, sa aspekta načela investitora u tržišnoj ekonomiji.
 - Izvršena je analiza finansijskog efekta na Državu (isključivo sa aspekta načela investitora u tržišnoj ekonomiji) u dva scenarija:
 - Pod pretpostavkom izvršenja planiranih ulaganja i nastavka kontinuiranog poslovanja Kompanije.
 - Pod pretpostavkom prestanka poslovanja Kompanije.
 - U skladu sa Smernicama, u obzir su uzete samo koristi i obaveze povezane sa ulogom Države kao ekonomskog subjekta, pri čemu su isključene koristi i obaveze povezane s ulogom Države kao tela javne vlasti.
 - Na bazi izvršenih analiza, izvršeno je poređenje finansijskog efekta na Državu u različitim scenarijima u cilju izvođenja zaključka o opravdanosti predloženog ulaganja.



Uvod | Izvori informacija

Prilikom obavljanja naših aktivnosti, oslonili smo se na dostavljene dokumente, kao i na javno dostupne informacije

Izvori informacija

- Prilikom obavljanja naših aktivnosti, koristili smo sledeće izvore informacija:
 - Finansijske izveštaje Kompanije,
 - "Plan finansijske konsolidacije i osnovni pravci razvoja Kompanije" od novembra 2019. godine, kao i razgovore sa Rukovodstvom Kompanije vezano za dugoročne finansijske projekcije,
 - Predlog Zakona o ulaganju u konsolidaciju i razvoj Kompanije,
 - U analizi stečajnog postupka, za projekciju unovčenja stečajne mase korišćeni su knjigovodstveni podaci na 31.12.2018. Na date vrednosti su primenjena projektovana umanjena vrednosti u zavisnosti od tipa imovine, sa obzirom da nismo imali na raspolaganju ažurne procene likvidacione vrednosti imovine.
 - Podatke iz Capital IQ baze podataka, u cilju sagledavanja tržišnih parametara industrije,
 - Javno dostupne podatke.
- Naše procedure i analize ne sadrže provjeru tačnosti i sveobuhvatnosti nama dostavljenih podataka i informacija, u skladu sa čim smo se oslonili na date podatke i informacije bez njihove nezavisne potvrde odnosno revizije. Prema tome, ne izražavamo mišljenje ili drugačiji stav po osnovu ovih podataka.



Rezime

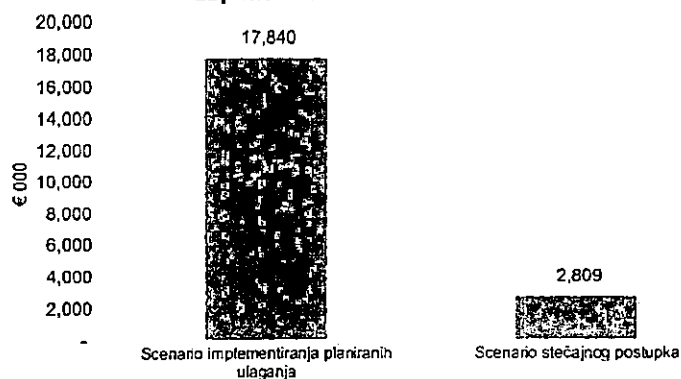
Uvod	4
Rezime	7
O Kompaniji	10
Pregled planiranih ulaganja u Kompaniju	15
Analiza efekata planiranih ulaganja	22
Procena vrednosti investicija	28
Analiza scenarija stečajnog postupka	31
Uporedne vrednosti opcija	34
Prilozi	36



Rezime | Rezime

Na bazi izvršenih analiza i predstavljenih pretpostavki, planirana ulaganja od strane Države su profitabilna i opravdana uvažavajući načelo investitora u tržišnoj ekonomiji.

Uporedni pregled neto sadašnjih vrednosti sa aspekta Države



Izvor: Plan Kompanije, Predlog zakona, Rukovodstvo Kompanije, Deloitte analiza

Rezime

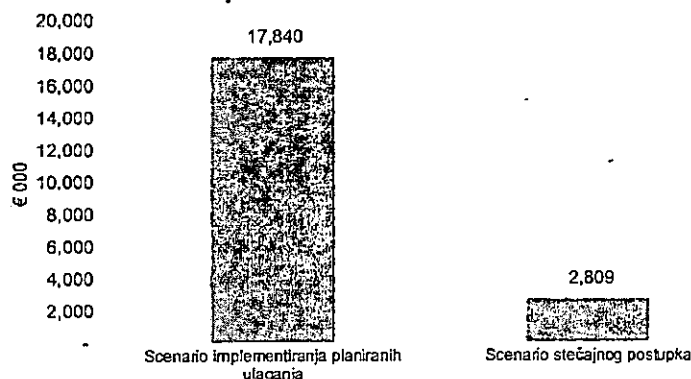
- **Država planira da izvrši investicije u Kompaniju**, kojom bi se omogućilo da Kompanija posluje profitabilno i na održivim osnovama.
- Prilikom analize profitabilnosti investicije, **uvaženo je načelo investitora u tržišnoj ekonomiji**. Odnosno, u obzir su uzete samo koristi i obaveze povezane sa ulogom Države kao ekonomskog subjekta, pri čemu su isključene koristi i obaveze povezane s ulogom Države kao tela javne vlasti.
- Analizirana su **dva alternativna scenarija**:
 - Scenarij implementiranja planiranih ulaganja od strane Države,
 - Alternativni scenarij stečajnog postupka.
- U oba scenarija, izvršena je analiza ostvarene vrednosti sa aspekta Države, uvažavajući načelo investitora u tržišnoj ekonomiji.
- Na osnovu dostavljenog Plana Kompanije i na bazi izvršenih analiza, **Država bi realizacijom planiranih ulaganja u Kompaniju ostvarila prinos od 12,1% što je iznad zahtevane stope na bazi tržišnih pokazatelja (koja iznosi 8,0%)**.
- **Država bi planiranim ulaganjima ostvarila neto sadašnju vrednost od €17,8m**, što je značajno više od €2,8m koliko je projektovana vrednost u alternativnom stečajnom postupku.
- U skladu sa svim iznetim, i na bazi pretpostavki i analiza prikazanim u ovom dokumentu, **planirana ulaganja od strane Države u Kompaniju su opravdana uvažavajući načelo investitora u tržišnoj ekonomiji**.



Rezime | Rezime

Na bazi izvršenih analiza i predstavljenih pretpostavki, planirana ulaganja od strane Države su profitabilna i opravdana uvažavajući načelo investitora u tržišnoj ekonomiji.

Uporedni pregled neto sadašnjih vrednosti sa aspekta Države



Izvor: Plan Kompanije, Predlog zakona, Rukovodstvo Kompanije, Deloitte analiza

Rezime (nastavak)

Vežano za analizu mogućnosti da i drugi poverioci učestvuju u planiranim investicijama, treba imati u vidu sledeće:

- **Postoji fundamentalna razlika u pristupu investicijama od strane vlasnika i poverilaca.** Ključna razlika potiče od toga da vlasništvo nad kapitalom predstavlja rizičniju investiciju u odnosu na potraživanja (dug), i ima veći potencijal za značajniju dobit ili značajniji gubitak. U skladu sa tim, ove dve grupe investitora imaju fundamentalno drugačiji pristup u zaštiti svojih investicija, i očekivati pari-passu princip između ove dve fundamentalno različite grupe investitora nije razumno.
- **Dodatno, najveći poverilac je Aerodrom koji je pod kontrolom Države.** Njegovo učešće u investiciji (kao poverioca) pod jednakim uslovima kao i Država (koja je vlasnik), bi bilo pripisano kontroli Države, a ne načelu investitora u tržišnoj ekonomiji.
- **Dodatno, učešće u postupku od strane Aerodroma ne bi bilo u skladu sa tržišnom praksom i načelima konkurencije. Isti je slučaj i sa SMATSA, koji je takođe poverilac u državnom vlasništvu** (vlasnici su Republika Srbija i Crna Gora).
- **Jedini preostali materijalni poverilac je Hipotekarna banka, koja ima značajno drugačiju poziciju, sa obzirom da su njena potraživanja u celosti obezbeđena novčanim depozitom i garancijom Države, pri čemu finansijske institucije u vlasništvo dužnika ulaze samo u izuzetnim situacijama kada su sve preostale alternative iscrpljene.**
- **Preostali poverioci nisu materijalno značajni.** Pri tome, treba imati u vidu Smernice Evropske Komisije koje navode da intervencija privatnih entiteta treba da ima značajnu ekonomsku vrednost da bi se ostvario pari-passu princip.



O Kompaniji

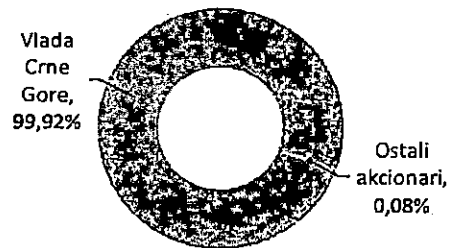
Uvod	4
Rezime	7
O Kompaniji	10
Pregled planiranih ulaganja u Kompaniju	15
Analiza efekata planiranih ulaganja	22
Procena vrednosti investicija	28
Analiza scenarija stečajnog postupka	31
Uporedne vrednosti opcija	34
Prilozi	36



O Kompaniji | Istorijat i vlasnička struktura

Kompanija je osnovana 1994. godine, dok je 2008. godine postala akcionarsko društvo.

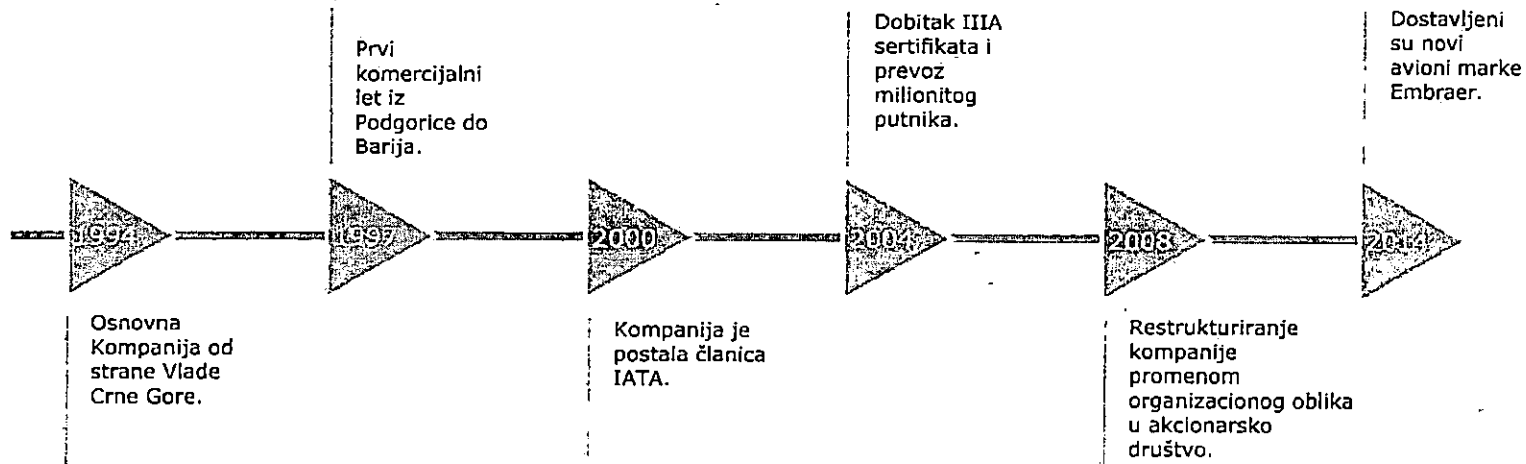
Vlasnička struktura kompanije 2018. godina



Izvor: Plan finansijske konsolidacije i osnovni pravci razvoja Kompanije

Istorijat i vlasnička struktura

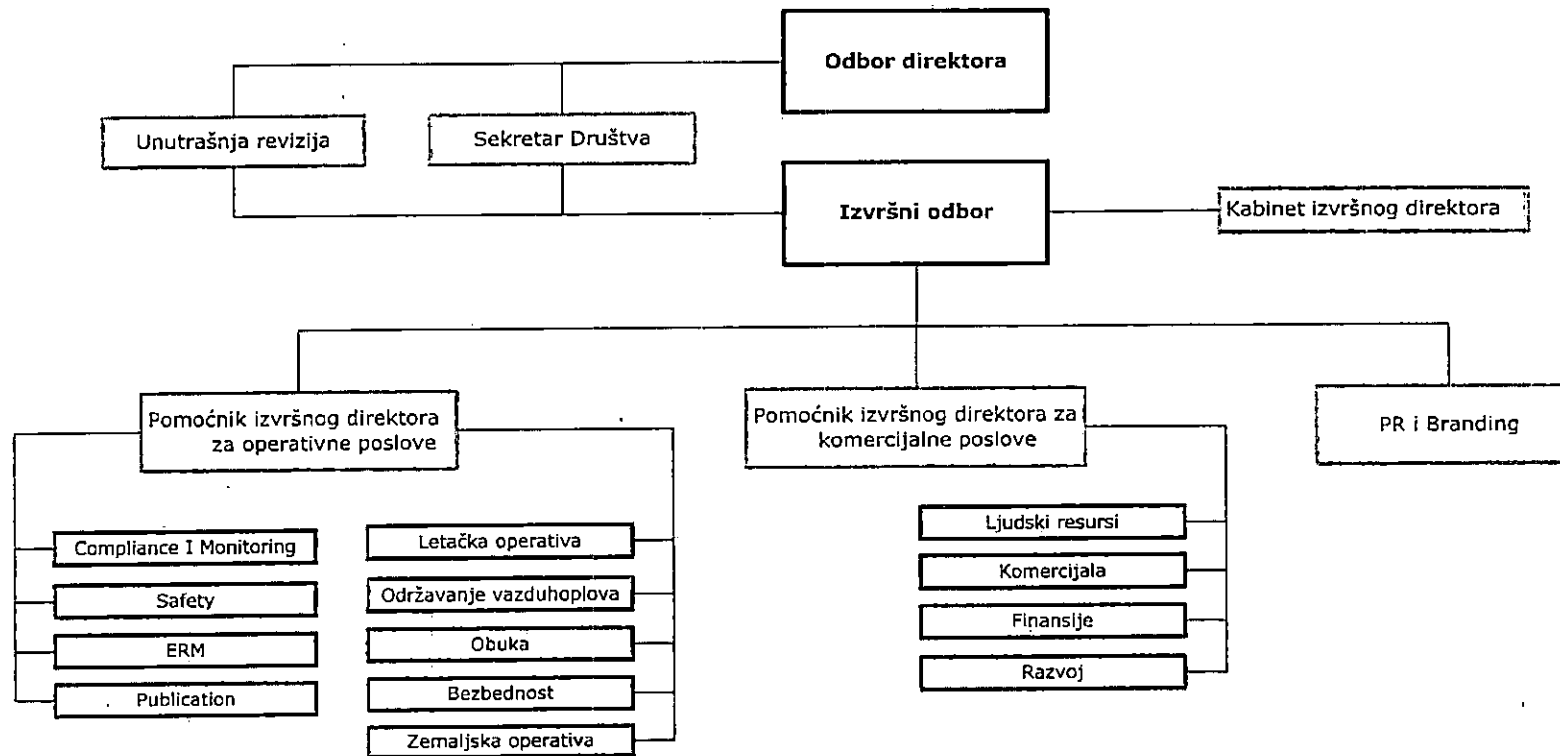
- Monenegro Airlines a.d. Podgorica je osnovan 1994. godine, dok je prvi komercijalni let izveden 1997. godine.
- Kompanija je izvršila restrukturiranje iz društva sa ograničenom odgovornošću u akcionarsko društvo 2008. godine.
- Većinski akcionar Društva je Vlada Crne Gore, sa 99,9% učešća u kapitalu Kompanije.





O Kompaniji | Organizaciona struktura

Kompanija ima jasno uspostavljenu organizacionu strukturu i funkcionalni model organizacije.



Izvor: Klijent



O Kompaniji | Flota kompanije

Kompanija ima flotu od 4 operativna aviona i 4 prizemljena aviona. Od 4 operativna aviona, jedan avion je u vlasništvu kompanije, 2 su iznajmljena dok je 1 nabavljen putem finansijskog lizinga.

Flota Kompanije

RE	Ornata aviona	Marka aviona	Serijski broj	Vlasništvo	Status	Datum prizemljenja
1	40-AOM	Fokker 100	11321	Vlasništvo MA	Operativan	N/A
2	40-AOA	Embraer E195	19000180	Operativni lizing	Operativan	N/A
3	40-AOB	Embraer E195	19000283	Operativni lizing	Operativan	N/A
4	40-AOC	Embraer E195	19000358	Finansijski lizing	Operativan	N/A
5	40-AOK	Fokker 100	11272	Vlasništvo MA	Prizemljen	Dec-13
6	40-AOT	Fokker 100	11350	Vlasništvo MA	Prizemljen	Mar-14
7	40-AOL	Fokker 100	11268	Vlasništvo MA	Prizemljen	Nov-11
8	40-AOP	Fokker 100	11332	Vlasništvo MA	Prizemljen	Nov-18

Izvor: Plan finansijske konsolidacije i osnovni pravci razvoja Kompanije



Flota Kompanije

- **Kompanija obavlja vazdušni saobraćaj sa četiri aviona, od čega je jedan tipa Fokker-100, a tri tipa Embraer-195.**
- **Fokker-100** je avion srednje veličine, sa relativno niskim operativnim troškovima. Sadrži 107 sedišta i može da ostvari maksimalnu brzinu od 845 km/h. Motori aviona ovog modela su proizvedena od strane Rolls-Royce kompanije.
- **Embraer-195** je avion srednje veličine, koji sadrži sistem motora FADEC. Maksimalni broj putnika je 116, a maksimalna brzina aviona je 890 km/h. Motori aviona ovog modela su proizvedeni od strane General Electric kompanije.



O Kompaniji | Red letanja

Kompanija saobraća najveći broj letova na relaciji Beograd – Podgorica/Tivat, dok je najveći broj putnika za godinu dana ostvaren u 2018. godini (645 hiljada).

Red letanja 2019. godine

Ruta	Niska sezona		Srednja sezona		Visoka sezona		Srednja sezona		Niska sezona		Ukupno rotacija	%	
	Broj nedelja	Broj rotacija	Broj nedelja	Broj rotacija	Broj nedelja	Broj rotacija	Broj nedelja	Broj rotacija	Broj nedelja	Broj rotacija			
Beograd	13	25	10	29	13	39	6	29	13	25	1.621	48.6%	
Pariz	13	2	10	6	13	7	6	5	13	2	233	7.0%	
Ciřih	13	3	10	4	13	6	6	4	13	3	220	6.6%	
Ljubljana	13	4	10	3	13	3	6	3	13	6	217	6.5%	
Beč	13	3	10	4	13	5	6	4	13	3	207	6.2%	
Rim	13	3	10	4	13	5	6	3	13	3	201	6.0%	
Frankfurt	13	2	10	3	13	5	6	3	13	2	165	4.9%	
London	13	0	10	2	13	4	6	0	13	0	72	2.2%	
St. Peterburg	13	0	10	2	13	4	6	0	13	0	72	2.2%	
Dizeldorf	13	0	10	2	13	3	6	2	13	0	71	2.1%	
Lajpcig	13	0	10	3	13	3	6	0	13	0	69	2.1%	
Kopenhagen	13	0	10	1	13	3	6	1	13	0	55	1.6%	
Hanover	13	0	10	2	13	2	6	0	13	0	46	1.4%	
Minhen	13	0	10	2	13	2	6	0	13	0	46	1.4%	
Lion	13	0	10	1	13	2	6	1	13	0	42	1.3%	
											Ukupno	3,337	100.0%

Izvor: Plan finansijske konsolidacije i osnovni pravci razvoja Kompanije



Red letanja

- Kompanija saobraća na 7 redovnih destinacija i 8 sezonskih destinacija.
- Od ukupnog saobraćaja koje vrši Kompanija, ruta Beograd čini čak 49% saobraćaja, dok ostale rute čine 51% saobraćaja.
- Kompanija očekuje da do kraja 2019. godine preveze 660 hiljada putnika, uključujući redovne, charter i kod-šer letove, i time nadmaši rekord koji je postavila u 2018. godini sa 645 hiljada prevezenih putnika.
- Kompanije je u prethodnih 5 godina radila na ugovaranju kod-šer ugovora i uspela da ugovori čak 5 kod-šer ugovora sa AZ, JU, S7, EY i KK.
- Kompanija radi na uvođenju letova ka Istanbulu i Nantu u 2020. godini i letovima za Amsterdam i Helsinki u 2021. godini.



Pregled planiranih ulaganja u Kompaniju

Uvod	4
Rezime	7
O Kompaniji	10
Pregled planiranih ulaganja u Kompaniju	15
Analiza efekata planiranih ulaganja	22
Procena vrednosti investicija	28
Analiza scenarija stečajnog postupka	31
Uporedne vrednosti opcija	34
Prilozi	36



Pregled planiranih ulaganja u Kompaniju | Planirana ulaganja

Ukupna investicija koja je predmet razmatranja iznosi €155m, dok se najveći deo investicije odnosi na nabavku flote.

Pregled potencijalnih ulaganja

RB	Naziv	Višina investicije (do €000)
1	Dug za poreze i doprinose	25,000
2	Dug prema budžetu Države	9,000
3	Dug prema Aerodromi Crne Gore	32,000
4	Dug prema Kontrolni letenja SICG	6,500
5	Dug prema Hipotekarnoj banci	6,800
6	Dug prema dobavljačima	6,000
7	Pozajmica za likvidnost	11,000
8	Investicije u flotu	50,000
9	Restauracija motora	8,800
Ukupno		155,100

Izvor: Predlog Zakona

Pregled planiranih ulaganja

#	Ulaganje	Opis
1.	Dug za poreze i doprinose	<ul style="list-style-type: none"> Planirano je pretvaranje akumuliranog duga na ime poreza i doprinosa u iznosu do €25,0m u kapital Kompanije. Sa aspekta načela investitora u tržišnoj ekonomiji, dato predstavlja neutralan efekat sa aspekta Države (konvertovanje duga prema vlasniku u kapital).
2.	Dug prema budžetu Crne Gore	<ul style="list-style-type: none"> Planirano je pretvaranje duga (po osnovu izvršenih plaćanja iz budžeta Crne Gore) u iznosu od €9,0m u kapital Kompanije. Datko takođe predstavlja neutralan efekat sa aspekta Države, kao i za prethodnu stavku poreza i doprinosa.
3.	Dug prema Aerodromi Crne Gore	<ul style="list-style-type: none"> Predviđeno je preuzimanje duga prema Aerodromima Crne Gore ("Aerodromi") od strane Države, i konvertovanje datog duga u kapital Kompanije. Pri tome, Aerodromi su takođe u vlasništvu Države, u skladu sa čim dato predstavlja neutralan efekat sa aspekta Države kao vlasnika oba pravna lica, imajući u vidu načelo investitora u tržišnoj ekonomiji.



Pregled planiranih ulaganja u Kompaniju | Potencijalna ulaganja

Ukupna investicija koja je predmet razmatranja iznosi €155m, dok se najveći deo investicije odnosi na nabavku flote i otplatu dugovanja aerodromima Crne Gore.

Pregled potencijalnih ulaganja

RB	Naziv	Visina Investicije (do €000)
1	Dug za poreze i doprinose	25,000
2	Dug prema budžetu Države	9,000
3	Dug prema Aerodromu Crne Gore	32,000
4	Dug prema Kontrolni letenja SICG	6,500
5	Dug prema Hipotekarnoj banci	6,800
6	Dug prema dobavljačima	6,000
7	Pozajmica za likvidnost	11,000
8	Investicije u flotu	50,000
9	Restauracija motora	8,800
Ukupno		155,100

Izvor: Predlog Zakona

Pregled planiranih ulaganja

#	Ulaganje	Opis
4.	Dug prema Kontrolni letenja SICG	<ul style="list-style-type: none"> Država bi preuzela dug Kompanije prema Kontrolni letenja Srbije i Crne Gore Smatsa doo Beograd ("SMATSA") u iznosu do €6,5m, i konvertovala dati dug u kapital Kompanije. Sa obzirom da je Država vlasnik 8% društva SMATSA, može se smatrati da se 92% date investicije odnosi na novčanu investiciju prema trećim nepovezanim licima (dok preostalih 8% predstavlja neutralan-efekat).
5.	Dug prema Hipotekarnoj Banci	<ul style="list-style-type: none"> Država bi preuzela obaveze koje Kompanija ima prema Hipotekarnoj banci a.d. Podgorica u ukupnom iznosu do €6,8m. Iznos od €6,2m je pokriven novčanim depozitom od strane Aerodroma u istom iznosu. U skladu sa tim, u slučaju da se dati dug ne izmiri, isti bi bio namiren iz depozita Aerodroma koji je takođe u vlasništvu Države. U skladu sa tim, dati deo investicije je neutralan sa stanovišta Države. Preostali deo od €0,6m je pokriven garancijom Države. U skladu sa tim, dati iznos se može smatrati novčanom investicijom Države prema trećim licima.



Pregled planiranih ulaganja u Kompaniju | Potencijalna ulaganja

Ukupna investicija koja je predmet razmatranja iznosi €155m, dok se najveći deo investicije odnosi na nabavku flote i otplatu dugovanja aerodromima Crne Gore.

Pregled potencijalnih ulaganja

RB	Naziv	Planirane Investicije (do €000)
1	Dug za poreze i dopnose	25,000
2	Dug prema budžetu Države	9,000
3	Dug prema Aerodromi Crne Gore	32,000
4	Dug prema Kontrolni letenja SICG	6,500
5	Dug prema Hipotekamoj banci	6,800
6	Dug prema dobavljačima	6,000
7	Pozajmica za likvidnost	11,000
8	Investicije u flotu	50,000
9	Restauracija motora	8,800
Ukupno		155,100

Izvor: Predlog Zakona

Pregled planiranih ulaganja

#	Ulaganje	Opis
6.	Dug prema dobavljačima	<ul style="list-style-type: none"> Planirano je novčana dokapitalizacija od strane Države u iznosu do €6,0m za potrebe izmirenja dugovanja prema dobavljačima, što predstavlja novčanu investiciju Države. Najveći deo obaveza prema dobavljačima se odnosi na iznajmljene motore i avione, kao i na radove na avionima, dok se manji deo odnosi na ostale obaveze.
7.	Pozajmica za likvidnost	<ul style="list-style-type: none"> Planirano je da Država obezbedi Kompaniji novčani iznos od €11,0m, u cilju pokrivanja dela troškova u periodu dok se ne izvrši obnova flota, odnosno u periodu dok se još uvek iznajmljuju avioni što iziskuje značajne troškove Kompanije. Sredstva bi bila iskorišćena za pokrivanje troškova iznajmljivanja aviona i motora, kao i izmirenja obaveza po pravnosnažnim i izvršnim sudskim presudama, koje se pretežno odnose na isplate otpremnina bivšim zaposlenim. U skladu sa iznetim, dato predstavlja novčanu investiciju Države.



Pregled planiranih ulaganja u Kompaniju | Potencijalna ulaganja

Ukupna investicija koja je predmet razmatranja iznosi €155m, dok se najveći deo investicije odnosi na nabavku flote i otplatu dugovanja aerodromima Crne Gore.

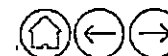
Pregled potencijalnih ulaganja

RB	Naziv	Višina investicije (do €000)
1	Dug za poreze i doprinose	25,000
2	Dug prema budžetu Države	9,000
3	Dug prema Aerodromu Crne Gore	32,000
4	Dug prema Kontrolni letenja SICG	6,500
5	Dug prema Hipotekarnoj banci	8,800
6	Dug prema dobavljačima	6,000
7	Pozajmica za likvidnost	11,000
8	Investicije u flotu	50,000
9	Restauracija motora	8,800
Ukupno		155,100

Izvor: Predlog Zakona

Pregled planiranih ulaganja

#	Ulaganje	Opis
8.	Investicije u flotu	<ul style="list-style-type: none"> Država bi trebalo u periodu od 2021. do 2024. godine da obezbedi iznos do €50,0m za nabavku aviona. Trenutna flota Kompanije se sastoji od 2 aviona koja su iznajmljena operativnim lizingom, 1 aviona koji je kupljen preko finansijskog lizinga i 1 aviona u vlasništvu Kompanije (koji će po planovima Kompanije biti prizemljen tokom 2020. godine), dok se u visokoj sezoni dodatni avioni iznajmljuju, kako bi se pokrila tražnja. Tokom cele 2020. godine, Kompanija bi nastavila da iznajmljuje flotu, dok bi u 2021. godini, otkupila 2 aviona koja trenutno iznajmljuje preko operativnog lizinga, kao i 2 dodatna aviona. U skladu sa tim, Kompanija bi u floti imala 4 aviona u svom vlasništvu, kao i jedan koji je kupljen preko finansijskog lizinga. Ova promena u vlasništvu osnovnih sredstava se ne bi odrazila na RASK (prihod po putniku po kilometru) ali bi se značajno odrazila na CASK (trošak po putniku po kilometru), što bi u krajnjim instanci pozitivno uticalo na poslovni rezultat. U skladu sa iznetim, dato predstavlja novčanu investiciju Države.



Pregled planiranih ulaganja u Kompaniju | Potencijalna ulaganja

Ukupna investicija koja je predmet razmatranja iznosi €155m, dok se najveći deo investicije odnosi na nabavku flote i otplatu dugovanja aerodromima Crne Gore.

Pregled potencijalnih ulaganja

RB	Naziv	Visina Investicije (do 2000)
1	Dug za poreze i doprinose	25,000
2	Dug prema budžetu Države	9,000
3	Dug prema Aerodromi Crne Gore	32,000
4	Dug prema Kontrolni letenja SiCG	6,500
5	Dug prema Hipotekarnoj banci	6,800
6	Dug prema dobavljačima	6,000
7	Pozajmica za likvidnost	11,000
8	Investicije u flotu	50,000
9	Restauracija motora	8,800
Ukupno		155,100

Izvor: Predlog Zakona

Pregled planiranih ulaganja

#	Ulaganje	Opis
9	Restauracija motora	<ul style="list-style-type: none"> Planirano je da Država obezbedi sredstva za restauraciju motora u iznosu od €8,8m. U skladu sa iznetim, dato predstavlja novčanu investiciju Države.



Pregled planiranih ulaganja u Kompaniju | Vremenski okvir

Najveći deo investicije bi bio realizovan u 2020. godini, dok bi poslednji deo investicije bio otplaćen u 2024. godini.

Pregled planiranih ulaganja

€1000	Ukupno	2020	2021	2022	2023	2024	% odliva prema trećim licima
Porezi i doprinosi	25,000	25,000					0.0%
Budžet Cme Gore	9,000	9,000					0.0%
Aerodromi Cme Gore	32,000	32,000					0.0%
Kontrola letenja SICG	6,500	1,625	1,625	1,625	1,625		92.0%
Hipotekarna banka (Aerodrom kolateral)	6,160	6,160					0.0%
Hipotekarna banka (država)	640	640					100.0%
Obaveze prema dobavljačima	6,000	6,000					100.0%
Likvidnost	11,000	11,000					100.0%
Flota	50,000		12,500	12,500	12,500	12,500	100.0%
Restauracija motora	8,800	8,800					100.0%
Ukupno	155,100	100,225	14,125	14,125	14,125	12,500	

Izvor: Predlog Zakona, Plan Kompanije

Vremenski okvir ulaganja

- U tabeli levo je predstavljena dinamika svih ulaganja po godinama, kao i koji procenat ulaganja se odnosi na novčane investicije Države prema trećim licima.
- Ulaganja koja su planirana u ratama su izmirenje duga prema SMATSA (4 jednake rate u periodu 2020. do 2023.) i izmirenje kupoprodajne cene za 4 aviona (u 4 jednake rate od 2021. godine do 2024. godine).
- Dodatno, u tabeli dole levo su predstavljeni novčani odlivi Države prema trećim licima, odnosno ulaganja Države izuzimajući stavke koje imaju neutralan efekat sa aspekta Države.

Pregled planiranih investicija prema trećim licima

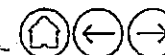
€1000	Ukupno	2020	2021	2022	2023	2024
Flota	(50,000)	-	(12,500)	(12,500)	(12,500)	(12,500)
Restauracija motora	(8,800)	(8,800)				
Kontrola letenja SICG	(5,980)	(1,495)	(1,495)	(1,495)	(1,495)	
Ugovor o pozajmici-Likvidnost	(11,000)	(11,000)				
Hipotekarna banka (država)	(640)	(640)				
Obaveze prema dobavljačima	(6,000)	(6,000)				
Ukupno	(82,420)	(25,915)	(11,974)	(11,973)	(11,972)	(10,476)

Izvor: Predlog Zakona, Plan Kompanije, Deloitte analiza



Analiza efekata planiranih ulaganja

Uvod	4
Rezime	7
O Kompaniji	10
Pregled planiranih ulaganja u Kompaniju	15
Analiza efekata planiranih ulaganja	22
Procena vrednosti investicija	28
Analiza scenarija stečajnog postupka	31
Uporedne vrednosti opcija	34
Prilozi	36



Analiza efekata planiranih ulaganja | Projektovani bilans uspeha pre ulaganja

Projekcije bilansa uspeha ukazuju na neodrživo dugoročno poslovanje bez dodatnih ulaganja, usled pre svega visokih troškova zakupa.

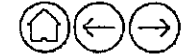
Projektovani bilans uspeha bez ulaganja Države

000	FY20	FY21	FY22	FY23
Prihod od prodaje	56,763	58,798	60,136	61,766
Prihodi od ACMI zakupa	4,000	4,000	4,000	4,000
Prihodi od taksi	14,071	14,493	14,783	15,079
Ostali poslovni prihodi	1,298	1,363	1,404	1,447
Ukupno poslovni prihodi	76,132	78,655	80,324	82,292
Troškovi materijala	(16,302)	(16,634)	(16,967)	(17,306)
Troškovi aerodromskih usluga	(11,595)	(11,595)	(11,595)	(11,595)
Troškovi taksi	(14,071)	(14,493)	(14,783)	(15,079)
Troškovi održavanja aviona	(7,490)	(6,907)	(7,094)	(6,982)
Troškovi zakupa	(13,048)	(12,880)	(12,894)	(12,894)
Troškovi prodaje	(3,508)	(3,613)	(3,686)	(3,759)
Troškovi osiguranja	(843)	(910)	(939)	(939)
Troškovi zaposlenih	(9,375)	(9,264)	(9,264)	(9,264)
Troškovi predstavništava	(826)	(826)	(826)	(826)
Ostali operativni troškovi	(3,646)	(3,526)	(3,526)	(3,536)
Ukupno poslovni rashodi	(80,704)	(80,648)	(81,572)	(82,180)
EBITDA	(4,572)	(1,994)	(1,249)	112
Troškovi amortizacije	(1,229)	(1,229)	(1,229)	(1,229)
EBIT	(5,801)	(3,222)	(2,477)	(1,117)
Finansijski rashodi	(1,205)	(814)	(699)	(180)
Ostali prihodi	400	400	-	-
EBT	(6,606)	(3,636)	(3,176)	(1,297)
Troškovi poreza	-	-	-	-
Neto rezultat	(6,606)	(3,636)	(3,176)	(1,297)
KPI				
Rast prihoda	5.6%	3.3%	2.1%	2.4%
EBITDA marža	(6.0%)	(2.5%)	(1.6%)	0.1%
Neto rezultat	(8.7%)	(4.6%)	(4.0%)	(1.6%)

Izvor: Plan Kompanije

Projektovani bilans uspeha u scenariju bez ulaganja Države

- Prema prikazanim projekcijama Kompanije, očekivan rast ukupnih poslovnih prihoda tokom projektovanog perioda iznosi u proseku 2.6% na godišnjem nivou.
- Rast ukupnih poslovnih prihoda se u najvećoj meri može pripisati rastu prihoda od prodaje (2,9% godišnje). Glavni faktor koji utiče na rast prihoda od prodaje je plan primene komercijalne strategije izbora destinacija letenja za period visoke letnje sezone, kako bi se maksimizovala popunjenost putničke kabine.
- Dodatno, Kompanija će povećati cene avio karte 2% u 2021. godini, a svake naredne godine po 1% u odnosu na prethodnu.
- U slučaju ne sprovedenih mera finansijske konsolidacije i investicionih ulaganja od strane Države, tokom FY20-FY23 perioda, projektovan je rast ukupnih poslovnih rashoda od 0,6% godišnje, predvođen rastom troškova materijala i troškova taksi.
- Najznačajniji poslovni troškovi su troškovi materijala (avlogorivo), troškovi taksi i troškovi zakupa, koji zajedno čine preko 50% ukupnih poslovnih troškova.
- U skladu sa navedenim, projektovan je negativan EBITDA rezultat do 2022. godine, dok bi u 2023. iznosio €112k.
- Projektovan je negativan neto rezultat u toku celokupnog projektovanog perioda.
- U skladu sa tim, **poslovanje Kompanije se može smatrati neodrživim u slučaju izostanka investicionog ciklusa.**



Analiza efekata planiranih ulaganja | Finansijski efekti ulaganja

Usled planirane nabavke aviona i prestanka plaćanja operativnog lizinga, očekuje se značajan pozitivan efekat na poslovanje Kompanije.

Efekti usled ulaganja Države

€1000	FY20	FY21	FY22	FY23
1. Zakup aviona	-	6,864	6,878	6,878
2. Dodatni zakup aviona-varijabilni deo	-	3,600	3,600	3,600
3. Amortizacija usled kupovine novih aviona	-	(3,500)	(4,000)	(4,000)
Ukupni efekat na neto rezultat	-	6,964	6,478	6,478

izvor: Plan Kompanije

1. Zakup aviona-operativni lizing

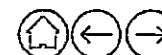
- Kompanija planira da u periodu od 2021. do 2024. godine investira oko €50 miliona u kupovinu aviona. Datim će avio flotu Kompanije činiti ukupno 5 aviona, od kojih će samo jedan biti na finansijskom lizingu, dok će preostalih 4 biti u vlasništvu Kompanije.
- Prema informacijama Rukovodstva, ugovori o operativnom lizingu za avione koji se trenutno nalaze u floti Kompanije ističu u 2021. godini i planirano je da oni budu otkupljeni.
- Kako se očekuje da Kompanija poseduje 4 aviona u svom vlasništvu, Kompanija neće uzimati avione u vidu operativnog lizinga.
- Posledično, Kompanija neće imati troškove operativnog lizinga po osnovu zakupa aviona, što će rezultirati u značajnim uštedama u ovom segmentu od oko €6,8m godišnje.

2. Dodatni zakup aviona-varijabilni deo

- Prema informaciji Rukovodstva, Kompanija pored fiksne naknade za zakup aviona plaća dodatni zakup koji je varijabilnog karaktera u zavisnosti od učestalosti letenja.
- Kupovinom aviona u 2021. godini koji bi bili u vlasništvu Kompanije, Kompanija ne bi imala rashode po osnovu dodatnih zakupa. Ukupna ušteda po osnovu dodatnih zakupa iznosila bi godišnje €3,6m.

3. Amortizacija usled kupovine aviona

- Nabavka 4 aviona tokom 2021. godini rezultiraće uvećanom trošku amortizacije.



Analiza efekata planiranih ulaganja | Bilans stanja

Primenom planiranih ulaganja, projektovano je ostvarenje značajnih ušteda u troškovima održavanja i zakupa aviona, što bi obezbedilo pozitivno održivo poslovanje Kompanije.

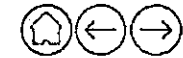
Projektovani bilans uspeha uz pretpostavku izvršenih ulaganja Države

2000	FY20	FY21	FY22	FY23
Ukupno poslovni prihodi	76,132	78,655	80,324	82,292
Prihod od prodaje	56,763	58,798	60,136	61,766
Prihodi od ACMI zakupa	4,000	4,000	4,000	4,000
Prihodi od taksi	14,071	14,493	14,783	15,079
Ostali poslovni prihodi	1,298	1,363	1,404	1,447
Ukupno poslovni rashodi	(80,704)	(70,184)	(71,094)	(71,702)
Troškovi materijala	(16,302)	(16,634)	(16,967)	(17,306)
Troškovi aerodromskih usluga	(11,595)	(11,595)	(11,595)	(11,595)
Troškovi taksi	(14,071)	(14,493)	(14,783)	(15,079)
Troškovi održavanja aviona	(7,490)	(3,307)	(3,494)	(3,382)
Troškovi zakupa	(13,048)	(6,016)	(6,016)	(6,016)
Troškovi prodaje	(3,508)	(3,613)	(3,686)	(3,759)
Troškovi osiguranja	(843)	(910)	(939)	(939)
Troškovi zaposlenih	(9,375)	(9,264)	(9,264)	(9,264)
Troškovi predstavništava	(826)	(826)	(826)	(826)
Ostali operativni troškovi	(3,646)	(3,526)	(3,526)	(3,536)
EBITDA	(4,572)	8,471	9,230	10,590
Troškovi amortizacije	(1,229)	(4,729)	(5,229)	(5,229)
EBIT	(5,801)	3,742	4,001	5,361
Finansijski rashodi	(1,205)	(814)	(699)	(180)
Ostali prihodi	400	400	-	-
EBT	(6,606)	3,328	3,302	5,181
Troškovi poreza	-	-	-	-
Neto rezultat	(6,606)	3,328	3,302	5,181
KPI				
Rast prihoda	7.4%	3.3%	2.1%	2.4%
EBITDA marža	(6.0%)	10.8%	11.5%	12.9%
Neto rezultat	(8.7%)	4.2%	4.1%	6.3%

Izvor: Plan Kompanije

Projektovani bilans uspeha u slučaju sprovedenih ulaganja od strane Države

- Ukoliko Država sprovede planirana investiciona ulaganja, projektovano je smanjenje poslovnih rashoda za 3.9% godišnje u projektovanom periodu.
- Na pad ukupnih poslovnih troškova najznačajniji uticaj imaju troškovi održavanja i troškovi zakupa aviona. Naime, planirana investicija u nabavku aviona tipa Embraer 195 koji će zameniti Fokker F-100, Kompaniji će doneti uštedu od 17,1% godišnje na ime troškova održavanja tokom projektovanog perioda. Nabavkom aviona, Kompanija neće iznajmljivati avione, već će koristiti sopstvene što će posledično rezultirati manjim troškovima zakupa aviona.
- Dodatno, ostvariće se uštede po osnovu troškova dodatnih zakupa koji se plaćaju kao varijabilni deo operativnog lizinga.
- Tokom 2020. godine prikazan je negativan EBITDA rezultat, međutim usled rasta prihoda od prodaje i pada troškova održavanja i zakupa aviona, u narednim godinama očekivan je pozitivan EBITDA rezultat.
- Slično kretanju EBITDA rezultata, očekivan je negativan neto rezultat u 2020. godini, nakon čega je u narednim periodima projektovan pozitivan neto rezultat.
- U skladu sa tim, **projektovano je profitabilno i održivo poslovanje Kompanije u slučaju izvršenja planiranih ulaganja od strane Države.**



Analiza efekata planiranih ulaganja | Projekcije novčanih tokova

Očekuje se priliv novčanih tokova od strane Države u iznosu od €75,8m a koje će se iskoristiti za isplatu nabavke aviona, restauraciju motora kao i servisiranje redovnog poslovanja.

Projekcije novčanih tokova

(000)	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25	FY26	FY27	FY28
Neto rezultat	(6,606)	3,328	3,302	5,181	5,280	5,380	5,482	5,586	5,693
Amortizacija	1,229	4,729	5,229	5,229	5,229	5,229	5,229	5,229	5,229
Dobit od prodaje aviona	(400)	(400)	-	-	-	-	-	-	-
Finansijski rashodi	785	634	519	-	-	-	-	-	-
Investicije u obrtni kapital	376	235	156	184	146	149	151	154	157
Novčani tokovi iz operativnih aktivnosti	(4,616)	8,526	9,205	10,593	10,654	10,757	10,862	10,969	11,078
Nabavka aviona	-	(12,500)	(12,500)	(12,500)	(12,500)	-	-	-	-
Restauracija motora	(8,800)	-	-	-	-	-	-	-	-
Priliv od prodaje AOP i AOM aviona	1,000	1,000	-	-	-	-	-	-	-
Investicije u flotu	-	(337)	(350)	-	-	-	-	-	-
CAPEX za motor AOP	(410)	-	-	-	-	-	-	-	-
Kapitalno održavanje flote	-	-	-	-	(3,000)	(3,000)	(3,000)	(3,000)	(3,000)
Novčani tokovi iz investicionih aktivnosti	(8,210)	(11,837)	(12,850)	(12,500)	(15,500)	(3,000)	(3,000)	(3,000)	(3,000)
Intervencija države	25,800	12,500	12,500	12,500	12,500	-	-	-	-
Otplata finansijskih obaveza	(3,571)	(3,333)	(3,286)	-	-	-	-	-	-
Otplata ostalih akumuliranih obaveza	(7,500)	(900)	(600)	(600)	-	-	-	-	-
Otplata dobavljača	(6,000)	-	-	-	-	-	-	-	-
Otplata Nacionalne turističke organizacije	(900)	(300)	-	-	-	-	-	-	-
Otplata obaveza prema zaposlenima	(600)	(600)	(600)	(600)	-	-	-	-	-
Novčani tokovi iz finansijskih aktivnosti	14,729	8,267	8,614	11,900	12,500	-	-	-	-
Neto novčani tokovi	1,903	4,956	4,970	9,993	7,654	7,757	7,862	7,969	8,078

Izvor: Plan Kompanije

Osnov pripreme novčanih tokova u periodu do 2023. godine

- Prilikom projekcija novčanih tokova za period od 2020-2023. godine koristili smo projekcije bilansa uspeha i planiranih novčanih priliva i odliva dostavljenih od strane Rukovodstva Društva. Za potrebe projekcija obrtnog kapitala, koristili smo prosečno učešće obrtnog kapitala u poslovnim prihodima uporedivih kompanija koji posluju u istoj industriji, a koje iznosi (9,3%).

Osnov pripreme novčanih tokova u periodu nakon 2023. godine

- Izvršenjem planiranih investicija, Kompanija ne očekuje nikakve značajnije CAPEX investicije u periodu 2024.-2028. godine.
- U skladu sa tim, dati period karakterišu niži CAPEX izdaci (isključivo za kapitalno održavanje aviona) od troška amortizacije.
- Pri tome, za dati period, projektovan je rast neto rezultata od 1,9% godišnje, a što predstavlja dugoročnu projekciju inflacije u euro zoni.
- Napominjemo da je Društvo u proteklom periodu iskazalo značajne akumulirane poreske gubitke. S tim u vezi, nisu projektovani troškovi poreza na dobit tokom perioda projekcija.



Analiza efekata planiranih ulaganja | Projekcije novčanih tokova

Očekuje se priliv novčanih tokova od strane Države u iznosu od €75.800k a koje će se iskoristiti za isplatu nabavke aviona, restauraciju motora kao i servisiranje redovnog poslovanja.

Projekcije novčanih tokova

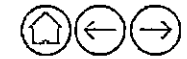
€(000)	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25	FY26	FY27	FY28
Neto rezultat	(6,606)	3,328	3,302	5,181	5,280	5,380	5,482	5,588	5,693
Amortizacija	1,229	4,729	5,229	5,229	5,229	5,229	5,229	5,229	5,229
Dobit od prodaje aviona	(400)	(400)	-	-	-	-	-	-	-
Finansijski rashodi	785	634	519	-	-	-	-	-	-
Investicije u obrtni kapital	376	235	156	184	146	149	151	154	157
Novčani tokovi iz operativnih aktivnosti	(4,616)	8,526	9,205	10,593	10,654	10,757	10,862	10,969	11,078
Nabavka aviona	-	(12,500)	(12,500)	(12,500)	(12,500)	-	-	-	-
Restauracija motora	(8,800)	-	-	-	-	-	-	-	-
Priliv od prodaje AOP i AOM aviona	1,000	1,000	-	-	-	-	-	-	-
Investicije u flotu	-	(337)	(350)	-	-	-	-	-	-
CAPEX za motor AOP	(410)	-	-	-	-	-	-	-	-
Kapitalno održavanje flote	-	-	-	-	(3,000)	(3,000)	(3,000)	(3,000)	(3,000)
Novčani tokovi iz investicionih aktivnosti	(8,210)	(11,837)	(12,850)	(12,500)	(15,500)	(3,000)	(3,000)	(3,000)	(3,000)
Intervencija države	25,800	12,500	12,500	12,500	12,500	-	-	-	-
Otplata finansijskih obaveza	(3,571)	(3,333)	(3,286)	-	-	-	-	-	-
Otplata ostalih akumuliranih obaveza	(7,500)	(900)	(600)	(600)	-	-	-	-	-
Otplata dobavljača	(6,000)	-	-	-	-	-	-	-	-
Otplata Nacionalne turističke organizacije	(900)	(300)	-	-	-	-	-	-	-
Otplata obaveza prema zaposlenima	(600)	(600)	(600)	(600)	-	-	-	-	-
Novčani tokovi iz finansijskih aktivnosti	14,729	8,267	8,614	11,900	12,500	-	-	-	-
Neto novčani tokovi	1,903	4,956	4,970	9,993	7,654	7,757	7,862	7,969	8,078

Izvor: Plan Kompanije

- Tokom Projektovanog perioda očekuje se priliv novčanih tokova iz operativnih aktivnosti pre svega usled ušteda po osnovu troškova zakupa aviona, uzimajući u obzir da od 2021. godine Kompanija neće plaćati operativni lizing.

- Tokom Projektovanog perioda očekuje se odliv novčanih tokova po osnovu nabavke aviona u iznosu od €50 miliona. Predviđeno je da se isplata aviona vrši u 4 godine u podjednakom iznosu.
- Dodatno, predviđene su investicije u restauraciju motora u iznosu od €8,8m tokom 2020. godine. Takođe, očekuju se odlivi novčanih tokova po osnovu kapitalnih investicija u redovno održavanje flote u iznosu od €337k i €350k tokom 2021. i 2022. godine respektivno.

- Tokom Projektovanog perioda, predviđen je ukupan priliv novčanih tokova od Države u iznosu od €75,8m. Ove investicije će se iskoristiti za nabavku aviona, restauraciju motora, kao i servisiranja tekućeg poslovanja.
- Dodatno tokom projektovanog perioda, očekuje se odliv novčanih tokova za potrebe otplate finansijskog lizinga i kredita. Završetak otplate finansijskog lizinga je projektovano u 2022. godini. Takođe, izvršiće se otplata obaveza prema Nacionalnoj turističkoj agenciji i obavezama prema zaposlenima.



Procena vrednosti investicija

Uvod	4
Rezime	7
O Kompaniji	10
Pregled planiranih ulaganja u Kompaniju	15
Analiza efekata planiranih ulaganja	22
Procena vrednosti investicija	28
Analiza scenarija stečajnog postupka	31
Uporedne vrednosti opcija	34
Prilozi	36

Procena vrednosti investicija | Procena novčanih tokova

Ukupni novčani tokovi investicija iznose zbir novčanih odliva po osnovu ulaganja Države prema licima koja nisu u vlasništvu Države Crne Gore, kao i slobodnih novčanih tokova Kompanije.

Novčani tok investicije

€000	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25	FY26	FY27	FY28
Flota	-	(12,500)	(12,500)	(12,500)	(12,500)	-	-	-	-
Restauracija motora	(8,800)	-	-	-	-	-	-	-	-
Kontrola leta SiCG	(1,495)	(1,495)	(1,495)	(1,495)	-	-	-	-	-
Likvidnost	(11,000)	-	-	-	-	-	-	-	-
Hipotekama banka (država)	(640)	-	-	-	-	-	-	-	-
Obaveze prema dobavljačima	(6,000)	-	-	-	-	-	-	-	-
Ulaganja države Crne Gore	(27,935)	(13,995)	(13,995)	(13,995)	(12,500)	-	-	-	-
Slobodni novčani tokovi MA	1,903	4,956	4,970	9,993	7,654	7,757	7,862	7,969	8,078
Ukupni novčani tok investicije	(26,032)	(9,039)	(9,025)	(4,002)	(4,846)	7,757	7,862	7,969	8,078
Period diskontovanja	0.5	1.5	2.5	3.5	4.5	5.5	6.5	7.5	8.5
Diskontni faktor	0.96	0.89	0.82	0.76	0.71	0.65	0.61	0.56	0.52
Neto sadašnja vrednost	(25,049)	(8,053)	(7,446)	(3,057)	(3,427)	5,080	4,768	4,475	4,200

Izvor: Plan Kompanije, Rukvodstvo Kompanije

Projekcije novčanih tokova investicija

- Ukupni novčani tokovi investicije predstavljaju novčane odlive Države Crne Gore ka licima koja nisu u vlasništvu Države Crne Gore kao i slobodne novčane tokove koje generiše Montenegro Airlines.
- Novčani tokovi svedeni su na sadašnju vrednost korišćenjem prosečne ponderisane cene kapitala ("PPCK") od 8% i polugodišnje konvencije diskontovanja. PPCK predstavlja zahtevanu stopu prinosa na preuzeti rizik prosečnu ponderisanu cenu kapitala na tržištu a koja je bazirana na osnovu uporedivih kompanija predstavljenih u Prilogu 1 ovog izveštaja.

Procena vrednosti investicija | Procena novčanih tokova

Na bazi izvršenih analiza, neto sadašnja vrednost planirane investicije uvažavajući načelo investitora u tržišnoj ekonomiji iznosi €17.840 hiljada evra uz internu stopu povraćaja od 12,1%

Obračun rezidualne vrednosti

€000	
NOPAT u FY29	5,279
Amortizacija	5,229
CAPEX	(5,229)
Investicije u obrtni kapital	160
Slobodni novčani tokovi u FY29	5,439
Rezidualna vrednost	89,163
Neto sadašnja vrednost rezidualne vrednosti	46,353

Izvor: Deloitte analiza

Sadašnja vrednost investicije

€000	
Suma sadašnjih vrednosti novčanih tokova	(28,510)
Sadašnja vrednost rezidualne vrednosti	46,353
Ukupno	17,840

Izvor: Deloitte analiza

Obračun rezidualne vrednosti

- S obzirom da se ne očekuje materijalan rast nakon perioda projekcija, nominalan rast je obuhvaćen kroz rezidualnu stopu rasta od 1,9% u skladu sa dugoročnom projektovanim inflacijom u evrozoni.
- Takođe, u rezidualnom periodu, projektovani su CAPEX izdaci u visini amortizacije, što iznosu €5,2m.
- Kako se očekuje da će Društvo u narednom periodu ostvarivati pozitivne operativne rezultate i iskoristiti raspoložive poreske gubitke, projektovani smo troškove poreza na dobit u rezidualnom periodu.

Profitabilnost investicije

- Na osnovu svega navedenog, i uvažavajući načelo investitora u tržišnoj ekonomiji, obračunata je sadašnja vrednost investicije od:

€17.840 hiljada

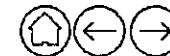
(Sedamnaest miliona osam stotina četrdeset hiljada evra)

- Pri tome, projektovana stopa povraćaja iznosi 12,1% što je značajno više od zahtevane stope povraćaja na bazi tržišnih pokazatelja industrije od 8,0%.



Analiza scenarija stečajnog postupka

Uvod	4
Rezime	7
O Kompaniji	10
Pregled planiranih ulaganja u Kompaniju	15
Analiza efekata planiranih ulaganja	22
Procena vrednosti investicija	28
Analiza scenarija stečajnog postupka	31
Uporedne vrednosti opcija	34
Prilozi	36



Analiza scenarija stečajnog postupka | Obračun stečajne mase

U slučaju pokretanja stečajnog postupka nad Kompanijom, projektovana je neto sadašnja vrednost raspoložive imovine od €5,5m koja bi bila raspoređena na poverioce.

Projekcija unovčenja stečajne mase

€(000)	Knjigovodstvena vrednost imovine na dan	Imovina koja bi se izlučila u stečaju - (finansijski lizing) i depoziti	Preostala imovina	Projektovana vrednost od realizacije prodaje u stečaju	Vremenski period realizacije imovine u godinama	Neto vrednost imovine	
	31.12.2018						
Stalna imovina	26,158		8,252				
Nemalenjalna ulaganja	43		43	50%	3.0	17	
Nepokretnosti	4,299		4,299	30%	3.0	1,024	
Oprema	21,816	(17,905)	3,911	30%	3.0	931	
Dugoročni finansijski plasmani	774		774				
Učešće u kapitalu	20		20	0%	0.0	0	
Ostali dugoročni finansijski plasmani	754		754	0%	0.0	0	
Obrtna sredstva	16,569		14,553				
Zalihe	2,840		2,840	50%	3.0	1,127	
Kratkoročna potraživanja i gotovina	13,729		11,713				
Potraživanja	5,849	(2,016)	3,833	95%	0.5	3,504	
Kratkoročni finansijski plasmani	-		-	0%	0.0	0	
Gotovina	9		9	100%	0.0	9	
PDV i AVR	7,871		7,871	0%	0.0	0	
Ukupno	42,727		22,805			6,612	
Izvor: Finansijski izveštaji Kompanije, Deloitte analiza						Troškovi stečajnog postupka	17.0%
						Neto za raspodelu poveriocima	5,488

Obračun stečajne mase

- Pri obračunu stečajne mase, najpre je izračunata preostala imovina preduzeća, tako što je od knjigovodstvene vrednosti imovine na 31.12.2018. godine, sa pozicije opreme izuzet deo koji se odnosi na finansijski lizing aviona, a sa pozicije potraživanja, izuzet deo koji se odnosi na depozite koji su dati kao garancije dobavljačima.
- U scenariju stečajnog postupka, razumemo da bi Kompanija izgubila pravo na korišćenje aerodromskih slotova usled nemogućnosti obavljanja potrebnog broja letova. U skladu sa tim, nije projektovano ostvarenje vrednosti po tom osnovu.
- Projektovane stope vrednosti od prodaje imovine, kao i period realizacije, su obračunate u odnosu na likvidnost određenog sredstva, a na bazi dosadašnje prakse u stečajnim postupcima velikih kompanija.
- Za obračun sadašnje vrednosti, korišćena je diskontna stopa od 8.0% što predstavlja zahtevanu prosečnu ponderisanu cenu kapitala na tržištu a koja je bazirana na osnovu uporedivih kompanija predstavljenih u Prilogu 1 ovog izveštaja.
- Nakon primene troškova stečajnog postupka od 17.0% (na bazi dosadašnje prakse u stečajnim postupcima velikih kompanija), **neto sadašnja vrednost imovine koja bi bila raspoloživa za namirenje poverilaca iznosi €5,5m.**



Analiza scenarija stečajnog postupka | Obračun isplate države

Ukupno namirenje državnih poverioca u slučaju stečaja je projektovano na €2,8m.

Obaveze Kompanije

€000	Knjigovodstvena		Korigovane vrednosti	Iznos obaveza u stečaju	
	vrednost na dan 31.12.2018	Korekcija za finansijski ulazak		%	Iznos
Dugoročna rezervisanja	544		544	0%	0
Dugoročni krediti	342		342	100%	342
Ostale dugoročne obaveze	10,274	(7,444)	2,830	100%	2,830
Kratkoročne finansijske obaveze	14,910		14,910	100%	14,910
Obaveze iz poslovanja	47,132	(2,016)	45,116	100%	45,116
Ostale kratkoročne obaveze	20,602		20,602	100%	20,602
PVR	422		422	100%	422
Obaveze za PDV	765		765	100%	765
Operativni lizing (tužba)	-	17,000	17,000	100%	17,000
Ukupno obaveze	94,991		102,531		101,987

Izvor: Finansijski izveštaji, Deloitte analiza

Pregled državnih poverilaca

€000	Iznos obaveza
Državni poverioci	
Aerodrom CG Podgorica	27,958
SMATSA (8%)*	593
Država Crne Gore	1,648
NTO	2,351
Porez na zarade	1,379
Doprinosi na teret zaposlenih	11,272
Doprinosi na teret poslodavca	7,001
Porez na doprinos na letački dodatak	6
Ukupno	52,207

% namirenja	5.4%
Procenat namirenja državnih poverilaca	2,809

Izvor: Finansijski izveštaji, Deloitte analiza

*Vlada Crne Gore je vlasnik 8% kapitala društva Kortrole leta Srbija I Crna Gora (SMATSA)

Obračun isplate državnih poverioca

- Prilikom obračuna ukupnih obaveza poverioca, uzeto je u obzir stanje na 31.12.2018. godine korigovano za finansijski lizing, pod pretpostavkom da će dati poverilac biti u mogućnosti da se u celosti namiri iz prodaje preuzetog aviona bez preostalog iznosa koji bi potraživao od Kompanije.
- Dodatno je pretpostavljeno aktiviranje novčanih depozita koje je Kompanija dala dobavljačima, u skladu sa čim su preostale obaveze umanjene za dati iznos.
- U skladu sa tim, preostale obaveze koje bi se namirivane unovčenjem stečajne mase iznose €102,0m.
- Kako ukupna neto vrednost za raspodelu poveriocima iznosi €5,5m, a ukupne obaveze €102m, očekivano je da će poverioci namiriti 5,4% svojih potraživanja.
- Naime, Kompanija nema založnih poverilaca, u skladu sa čim su poverioci Kompanije neobezbeđeni, i namiruju se po pro-rata principu od unovčenja stečajne mase.
- Od ukupnih obaveza u stečaju, državni poverioci učestvuju sa €52,2m.
- U skladu sa tim, **ukupno namirenje državnih poverilaca u scenariju stečajnog postupka iznosi €2,8m.**



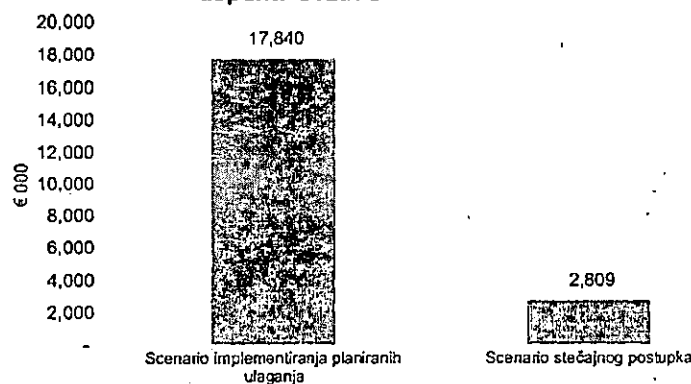
Uporedne vrednosti opcija

Uvod	4
Rezime	7
O Kompaniji	10
Pregled planiranih ulaganja u Kompaniju	15
Analiza efekata planiranih ulaganja	22
Procena vrednosti investicija	28
Analiza scenarija stečajnog postupka	31
Uporedne vrednosti opcija	34
Prilozi	36

Uporedne vrednosti opcija | Zaključak

Na bazi izvršenih analiza, planirana ulaganja od strane Države su profitabilna i opravdana uvažavajući načelo investitora u tržišnoj ekonomiji.

Uporedni pregled neto sadašnjih vrednosti sa aspekta Države



Izvor: Plan Kompanije, Predlog zakona, Rukovodstvo Kompanije, Deloitte analiza

Zaključak

- Na osnovu dostavljenog Plana Kompanije i na bazi izvršenih analiza, **Država bi realizacijom planiranih ulaganja u Kompaniju ostvarila prinos od 12,1% što je iznad zahtevane stope na bazi tržišnih pokazatelja (koja iznosi 8,0%).**
- Država bi planiranim ulaganjima ostvarila neto sadašnju vrednost od €17,8m**, što je značajno više od €2,8m koliko je projektovana vrednost u alternativnom stečajnom postupku.
- Dati pokazatelji su utvrđeni na bazi koristi i obaveza povezanih sa ulogom Države kao ekonomskog subjekta, pri čemu nisu uzete u obzir koristi i obaveze povezane s ulogom Države kao tela javne vlasti.
- U skladu sa svim iznetim, i na bazi pretpostavki i analiza prikazanim u ovom dokumentu, **planirana ulaganja od strane Države u Kompaniju su opravdana uvažavajući načelo investitora u tržišnoj ekonomiji.**

Vežano za analizu mogućnosti da i drugi poverioci učestvuju u planiranim investicijama, treba imati u vidu sledeće:

- Postoji fundamentalna razlika u pristupu investicijama od strane vlasnika i poverilaca. Ključna razlika potiče od toga da vlasništvo nad kapitalom predstavlja rizičniju investiciju u odnosu na potraživanja (dug), i ima veći potencijal za značajniju dobit ili značajniji gubitak. U skladu sa tim, ove dve grupe investitora imaju fundamentalno drugačiji pristup u zaštiti svojih investicija, i očekivati pari-passu princip između ove dve fundamentalno različite grupe investitora nije razumno.
- Dodatno, najveći poverilac je Aerodrom koji je pod kontrolom Države. Njegovo učešće u investiciji (kao poverioca) pod jednakim uslovima kao i Država (koja je vlasnik), bi bilo pripisano kontroli Države, a ne načelu investitora u tržišnoj ekonomiji.
- Dodatno, učešće u postupku od strane Aerodroma ne bi bilo u skladu sa tržišnom praksom i načelima konkurencije. Isti je slučaj i sa SMATSA, koji je takođe poverilac u državnom vlasništvu (vlasnici su Republika Srbija i Crna Gora).
- Jedini preostali materijalni poverilac je Hipotekarna banka, koja ima značajno drugačiju poziciju, sa obzirom da su njena potraživanja u celosti obezbeđena novčanim depozitom i garancijom Države, pri čemu finansijske institucije u vlasništvo dužnika ulaze samo u izuzetnim situacijama kada su sve preostale alternative iscrpljene.
- Preostali poverioci nisu materijalno značajni. Pri tome, treba imati u vidu Smernice Evropske Komisije koje navode da intervencija privatnih entiteta treba da ima značajnu ekonomsku vrednost da bi se ostvario pari-passu princip.



Prilozi

Uvod	4
Rezime	7
O Kompaniji	10
Pregled planiranih ulaganja u Kompaniju	15
Analiza efekata planiranih ulaganja	22
Procena vrednosti Investicija	28
Analiza scenarija stečajnog postupka	31
Uporedne vrednosti opcija	34
Prilozi	36



Prilozi | P1: Pregled uporedivih kompanija

Pregled uporedivih kompanija

Naziv društva	Tržišna kapitalizacija (milijun EUR)	Beta koeficijent	D/E	Obrtni kapital / Prihod
Darl Group PLC	2,169	0.3	137.3%	15%
fastjet Plc	62	n/a	81.9%	(18%)
Gama Aviation Plc	49	0.7	107.3%	(6%)
Aegean Airlines S.A.	583	0.3	243.0%	
Air Berlin PLC	1	n/a	n/a	(26%)
Air France-KLM SA	4,610	(0.1)	645.7%	(15%)
Caire	10	0.4	25.9%	29%
Finnair Oyj	742	0.2	185.3%	2%
Icelandair Group hf.	253	n/a	87.1%	(9%)
Ryanair Holdings plc	13,091	0.3	69.1%	12%
Air Partner plc	57	0.2	123.3%	-0%
easyJet plc	5,498	0.7	64.0%	(9%)
International Consolidated Airlines Group, S.A.	11,935	0.3	194.7%	
Public Joint Stock Company Aeroflot - Russian Airlines	3,206	0.3	128.5%	35%
PJSC Aeroflot	1,579	n/a	n/a	(11%)
Public Joint-Stock Company UTair Aviation	337	n/a	n/a	(93%)
Norwegian Air Shuttle ASA	597	n/a	1,231.6%	(22%)
BWA Group plc	1	n/a	n/a	n/a
SAS AB (publ)	525	0.2	352.2%	(11%)
KLM Royal Dutch Airlines	421	0.3	434.3%	(19%)
Perfect Holding SA	3	n/a	n/a	0%
Enter Air Sp. z o.o.	166	(0.0)	302.4%	(9%)
Deutsche Lufthansa AG	7,441	0.5	107.0%	(15%)
Croatia Airlines d.d.	127	n/a	156.2%	(20%)
Medijana	473	0.30	137.3%	(9.3%)
Prosek	2,228	0.31	246.2%	(8.3%)
Gornji kvartil	2,428	0.39	272.7%	0.2%
Donji kvartil	61	0.18	97.0%	(16.7%)
Uzorak	24	15	19	23

Izvor: Capital IQ

Uporedive kompanije

Uporediva društva su društva sa uporedivim poslovanjem sa stanovišta ekonomskih uticaja, proizvoda/usluge, diversifikacije i veličine, između ostalih faktora.

Na uzorku od 24 kompanije koje se mogu smatrati uporedivim u odnosu na Društvo i za koje su postojali potrebni finansijski podaci, utvrđeni su tržišni pokazatelji koji su korišćeni u analizi.



Prilozi | P2: PPCK

Nominalna prosečna ponderisana cena kapitala nakon poreza Društva u evrima na Datum procene iznosi 8.0%.

Obračun prosečne ponderisane cene kapitala (PPCK)

Beta koeficijent	0.67	
Neleverovan beta koeficijent	0.30	CIQ
Odnos duga i kapitala (D/E)	1.37	CIQ
Stopa poreza na dobit	9%	
Cena sopstvenog kapitala	13.7%	
Stopa bez rizika	-0.6%	CIQ
Premija za rizik zemlje	6.4%	CIQ
Beta koeficijent	0.67	CIQ
Premija za tržišni rizik	6.5%	Deloitte
Premija za rizik veličine	3.5%	Duff&Phelps
Premija za specifični rizik	0.0%	Deloitte
Cena duga	3.4%	
Kamatna stopa	3.8%	Narodna Banka CG Oktobar 2019
Stopa poreza na dobit	9%	
Struktura kapitala		
Kapital	42.1%	
Dug	57.9%	
PPCK	8.0%	

Izvor: Deloitte kalkulacija

Prosečna ponderisana cena kapitala

Prosečna ponderisana cena kapitala (PPCK) određena je na osnovu cene duga i sopstvenog kapitala ponderisane u skladu sa učešćem tržišne vrednosti kapitala i obaveza u optimalnoj strukturi kapitala.

Na osnovu predstavljene metodologije i elemenata korišćenih u obračunu cene sopstvenog kapitala, izračunali smo prosečnu ponderisanu cenu kapitala.

S obzirom na to da su projekcije pripremljene u nominalnim iznosima, nismo izvršili korekcije na elementima korišćenim pri obračunu PPCK, s obzirom da ovi elementi već uključuju inflaciona očekivanja.

Nominalna prosečna ponderisana cena kapitala Društva nakon poreza na Datum procene iznosi 8.0% (zaokruženo).

Deloitte.



Deloitte Central Europe je regionalna organizacija pravnih lica organizovanih pod okriljem Deloitte Central Europe Holdings Limited, firme članice Deloitte Touche Tohmatsu Limited, registrovane u centralnoj Evropi. Usluge pružaju zavisna i pridružena preduzeća Deloitte Central Europe Holdings Limited, koja predstavljaju zasebne i samostalne pravne subjekte.

Zavisna i pridružena preduzeća Deloitte Central Europe Holdings Limited su među vodećim kompanijama koje pružaju usluge u 18 zemalja centralne Evrope sa 44 kancelarije i više od 6000 zaposlenih stručnjaka.

U Republici Srbiji usluge pruža Deloitte d.o.o. Beograd (u daljem tekstu „Deloitte Srbija“) koje je društvo član Deloitte Central Europe Holdings Limited. Deloitte Srbija je jedna od vodećih kompanija za pružanje profesionalnih usluga iz oblasti revizije, poreskog, poslovnog, finansijskog i konsaltinga u upravljanju rizicima u Srbiji, sa preko 200 stručnjaka iz zemlje i inostranstva.

© 2019 Deloitte Srbija

© 2019 Deloitte Central Europe

