



# NLB Komercijalna banka a.d. Beograd

Izveštaj o proceni vrednosti običnih i preferencijalnih akcija

30. maj 2022. godine



# SADRŽAJ

A	PREGLED ANGAŽOVANJA	3
B	KLJUČNI NALAZI	10
C	O DRUŠTVU	14
D	PRIKAZ FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA	19
E	TRŽIŠNA ANALIZA	26
F	MAKROEKONOMSKA ANALIZA	32
G	METODOLOGIJA	37
H	PROCENA VREDNOSTI - PRINOSNI PRISTUP	40
I	PROCENA VREDNOSTI - TRŽIŠNI PRISTUP	48
J	ZAKLJUČIVANJE O VREDNOSTI	53
K	UTVRĐIVANJE DISKONTNE STOPE	56
L	PRILOG	61
M	OGRANIČENJE ODGOVORNOSTI I VAŽNE NAPOMENE	63

A	PREGLED ANGAŽOVANJA	3
B	KLJUČNI NALAZI	10
C	O DRUŠTVU	14
D	PRIKAZ FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA	19
E	TRŽIŠNA ANALIZA	26
F	MAKROEKONOMSKA ANALIZA	32
G	METODOLOGIJA	37
H	PROCENA VREDNOSTI - PRINOSNI PRISTUP	40
I	PROCENA VREDNOSTI - TRŽIŠNI PRISTUP	48
J	ZAKLJUČIVANJE O VREDNOSTI	53
K	UTVRĐIVANJE DISKONTNE STOPE	56
L	PRILOG	61
M	OGRANIČENJE ODGOVORNOSTI I VAŽNE NAPOMENE	63

# A. PREGLED ANGAŽOVANJA

## Predmet i svrha angažovanja

BDO d.o.o. Beograd (u daljem tekstu „BDO“ ili „Konsultant“) je angažovan od strane NLB Komercijalne banke a.d. Beograd da izvrši profesionalne usluge izrade procene tržišne vrednosti običnih i preferencijalnih akcija NLB Komercijalne banke a.d. Beograd (u nastavku teksta „Banka“), za potrebe prinudnog otkupa akcija i prava na prodaju akcija, u skladu sa članovima 515, 516, 522, 259 i 475 Zakona o privrednim društvima R. Srbije („Sl. glasnik RS“, br. 36/2011, 99/2011, 83/2014 - dr. zakon, 5/2015, 44/2018, 95/2018, 91/2019 i 109/2021) - u nastavku teksta „Zakon“.

- Predmet procene: tržišna vrednost običnih (CFI - ESVUFR; ISIN - RSKOBBE16946) i preferencijalnih akcija Banke (CFI - EPNNAR; ISIN - RSKOBBE19692);
- Svrha: prinudni otkup akcija i prava na prodaju akcija, u skladu sa članovima 515, 516, 522, 259 i 475 Zakona;
- Osnov vrednosti: tržišna vrednost;
- Datum procene: 23.05.2022. godine;
- Premisa vrednosti: nastavak poslovanja (engl. Going Concern);
- Metodologija: prinosni pristup - metod diskontovanih novčanih tokova (metod diskontovanih dividendi), prinosni pristup - metod viška prinosa tj. metod rezidualnog dobitka (kontrolni metod), tržišni pristup - metod uporedivih kompanija (berzanskih multiplikatora) - u informativne svrhe;
- Valuta procene: EUR (rezultati izraženi i u RSD);
- Jezik Izveštaja: srpski;
- Usaglašenost: IVS (International Valuation Standards);
- Korisnici procene (ograničenje upotrebe Izveštaja): vlasnici i menadžment Banke, akcionari Banke, korporativni agent, Centralni registar za hartije od vrednosti.

*Izveštaj je urađen za svrhu koja je definisana i ne može se koristiti u druge svrhe ili distribuirati bilo kojoj trećoj strani izuzev prethodno navedenih bez prethodne pismene saglasnosti BDO.*

## Relevantna zakonska regulativa

*Član 515 Uslovi za prinudni otkup*

*Na predlog akcionara koji ima akcije koje predstavljaju najmanje 90% osnovnog kapitala društva i koji ima najmanje 90% glasova svih akcionara koji poseduju obične akcije (otkupilac) skupština donosi odluku o prinudnom otkupu svih akcija preostalih akcionara društva, bez obzira na terete, zabrane raspolaganja, ograničenja i prava trećih lica na tim akcijama, uz isplatu cene koja se određuje shodnom primenom odredaba ovog zakona o isplati nesaglasnih akcionara.*

*Akcije koje poseduju lica povezana sa otkupiocem smatraju se akcijama koje ima otkupilac u smislu stava 1. ovog člana, pod uslovom da su ta lica povezana sa otkupiocem u periodu od najmanje godinu dana pre donošenja odluke o prinudnom otkupu.*

# A. PREGLED ANGAŽOVANJA

## Relevantna zakonska regulativa (nastavak)

### *Član 516 Utvrđivanje i isplata cene*

Društvo je dužno da u odluci o prinudnom otkupu utvrdi cenu akcija koje su predmet otkupa, u skladu sa članom 475. ovog zakona.

Cena akcija iz stava 1. ovog člana utvrđuje se prema vrednosti akcija na dan koji **ne prethodi više od tri meseca danu donošenja odluke o prinudnom otkupu**, ne uzimajući u obzir njeno bilo kakvo očekivano povećanje ili smanjenje kao posledicu te odluke.

Izuzetno, ako kao posledica donošenja odluke o prinudnom otkupu pojedinim akcionarima prestaju posebne pogodnosti na koje su imali pravo, ta činjenica se uzima u obzir prilikom utvrđivanja tržišne vrednosti akcija.

Društvo je dužno da u roku od tri radna dana od dana donošenja odluke iz stava 1. ovog člana, ovu odluku dostavi registru privrednih subjekata radi registracije.

Društvo je dužno da u roku od pet radnih dana od dana registracije, odluku iz stava 1. ovog člana, dostavi Centralnom registru, u suprotnom odluka o prinudnom otkupu prestaje da važi.

Otkupilac je u obavezi da u roku od tri radna dana od dana dostavljanja Centralnom registru odluke o prinudnom otkupu akcija, na poseban račun otvoren za tu namenu deponuje sredstva za isplatu cene akcija iz stava 1. ovog člana, kao i da dokaz o tome dostavi Centralnom registru.

U slučaju da otkupilac ne postupi u skladu stavom 6. ovog člana, odluka o prinudnom otkupu prestaje da važi.

Način i rok isplate cene i prenosa akcija po osnovu prinudnog otkupa vrši se u skladu sa pravilima poslovanja Centralnog registra.

Prenete akcije iz stava 8. ovog člana, upisuju se na račun otkupioca bez tereta, zabrane raspolaganja, ograničenja i prava trećih lica na tim akcijama.

### *Član 259 Utvrđivanje tržišne vrednosti akcija:*

Tržišna vrednost akcija javnog akcionarskog društva utvrđuje se kao ponderisana prosečna cena ostvarena na regulisanom tržištu, odnosno multilateralnoj trgovačkoj platformi, u smislu zakona kojim se uređuje tržište kapitala, u periodu od šest meseci koji prethodi danu donošenja odluke kojom se utvrđuje tržišna vrednost akcija, pod uslovom da je u tom periodu ostvareni obim prometa akcijama te klase na tržištu kapitala predstavljao najmanje 0,5% ukupnog broja izdatih akcija te klase i da se u istom periodu trgovalo više od 1/3 trgovačkih dana na mesečnom nivou.

Izuzetno, tržišna vrednost akcija javnog akcionarskog društva može se utvrditi putem procene u skladu sa članom 51. ovog zakona pod uslovom da tako utvrđenu tržišnu cenu prihvati skupština na osnovu obrazloženog predloga odbora direktora, odnosno nadzornog odbora ako je upravljanje društvom dvodomno u kome se mora navesti i vrednost tih akcija utvrđena u skladu sa stavom 1. ovog člana.

# A. PREGLED ANGAŽOVANJA

## Relevantna zakonska regulativa (nastavak)

Tržišna vrednost akcija javnog akcionarskog društva utvrđuje se putem procene u skladu sa članom 51. ovog zakona ako je ispunjen jedan od sledećih uslova:

- 1) ako nije ostvaren obim prometa iz stava 1. ovog člana;
- 2) u slučaju izdavanja akcija nove klase.

Tržišna vrednost akcija utvrđena u skladu sa stavom 1. ovog člana, odnosno procena vrednosti iz stava 2. ovog člana važe tri meseca od dana utvrđivanja tržišne vrednosti, odnosno od dana na koji je procena izvršena, i u oba slučaja moraju biti važeće na dan donošenja odgovarajuće odluke skupštine ako se tržišna vrednost utvrđuje za potrebe donošenja te odluke.

### Član 475 Postupak ostvarivanja prava na otkup akcija

Sastavni deo materijala za sednicu skupštine na kojoj se donosi odluka iz člana 474. stav 1. ovog zakona je:

1. obaveštenje o pravima nesaglasnih akcionara na otkup njihovih akcija i formular zahteva za ostvarivanje tog prava, koji sadrži polja u koja se unosi ime, odnosno poslovno ime akcionara i njegovo prebivalište, odnosno sedište, kao i broj i klasa akcija čiji otkup zahteva;
2. podatak o tržišnoj vrednosti akcija javnog akcionarskog društva utvrđenoj u skladu sa članom 259. stav 1. ovog zakona;

3. podatak o knjigovodstvenoj vrednosti akcija javnog akcionarskog društva i podatak o procenjenoj vrednosti akcija javnog akcionarskog društva utvrđenoj u skladu sa članom 51. ovog zakona, ako nije ostvaren obim prometa akcijama iz člana 259. stav 1. ovog zakona, pri čemu se te vrednosti utvrđuju na dan donošenja odluke o sazivanju sednice skupštine;
4. podatak o knjigovodstvenoj vrednosti akcija akcionarskog društva koje nije javno i podatak o procenjenoj vrednosti akcija tog društva utvrđenoj u skladu sa članom 51. ovog zakona, pri čemu se te vrednosti utvrđuju na dan donošenja odluke o sazivanju sednice skupštine.

Ako želi da ostvari pravo na otkup njegovih akcija, nesaglasni akcionar zahtev iz stava 1. ovog člana može dostaviti društvu:

1. na sednici skupštine na kojoj se donosi odluka iz člana 474. stav 1. ovog zakona i to predsedniku skupštine, odnosno licu koga predsedavajući skupštine ovlasti ili
2. u roku od 15 dana od dana zaključenja te sednice skupštine.

Društvo je u obavezi da u roku od 60 dana od dana isteka roka iz stava 2. tačka 2) ovog člana od nesaglasnog akcionara otkupi akcije koje su predmet zahteva iz stava 1. ovog člana, po vrednosti koja je jednaka tržišnoj vrednosti u slučaju iz stava 1. tačka 2) ovog člana, odnosno najvišoj od vrednosti u slučajevima iz stava 1. tač. 3) i 4) ovog člana.

Otkup akcija iz stava 3. ovog člana, odnosno prenos akcija i novčanih sredstava izvršiće se u skladu sa pravilima poslovanja Centralnog registra.



# A. PREGLED ANGAŽOVANJA

## Relevantna zakonska regulativa (nastavak)

### *Član 522 Pravo na prodaju akcija*

Kontrolni akcionar koji stekne akcije koje predstavljaju najmanje 90% osnovnog kapitala društva i koji ima najmanje 90% glasova svih akcionara koji poseduju obične akcije, obavezan je da kupi akcije svakog od preostalih akcionara društva na njegov pisani zahtev.

Obavezu iz stava 1. ovog člana ima kontrolni akcionar koji na dan podnošenja pisanog zahteva poseduje najmanje 90% osnovnog kapitala društva i koji ima najmanje 90% glasova svih akcionara koji poseduju obične akcije.

Zahtev iz stava 1. ovog člana sadrži vrstu, klasu i broj akcija koje su predmet prodaje i dostavlja se društvu, čime se smatra da je zahtev dostavljen i kontrolnom akcionaru.

Cena po kojoj je kontrolni akcionar obavezan da kupi akcije iz stava 1. ovog člana određuje se, shodnom primenom odredaba ovog zakona o ceni po kojoj se isplaćuju nesaglasni akcionari.

Društvo je dužno da u roku od 60 dana od dana prijema zahteva iz stava 1. ovog člana utvrdi cenu iz stava 4. ovog člana shodnom primenom člana 475. ovog zakona i da o tome u tom roku obavesti kontrolnog akcionara i akcionara podnosioca zahteva.

Ukoliko društvo u roku iz stava 5. ovog člana ne utvrdi cenu po kojoj je kontrolni akcionar obavezan da otkupi akcije iz stava 1. ovog člana, i o tome ne obavesti akcionara podnosioca zahteva, akcionar podnosilac zahteva može u roku od 30 dana od dana isteka roka iz stava 5. ovog člana, tražiti od nadležnog suda da u vanparničnom postupku utvrdi tu cenu.

Kontrolni akcionar je dužan da u roku od 30 dana od dana prijema obaveštenja iz stava 5. ovog člana izvrši isplatu utvrđene vrednosti akcija akcionaru podnosiocu zahteva, čime se vrši prenos akcija na kontrolnog akcionara.

Ukoliko kontrolni akcionar ne izvrši isplatu utvrđene vrednosti akcija akcionaru podnosiocu zahteva u roku iz stava 7. ovog člana, akcionar podnosilac zahteva može u roku od 30 dana od dana isteka roka iz stava 7. ovog člana, podneti tužbu nadležnom sudu radi isplate.

Akcionar podnosilac zahteva koji smatra da vrednost utvrđena od strane društva nije utvrđena u skladu sa ovim zakonom, može u roku od 30 dana od dana prijema obaveštenja iz stava 5. ovog člana tražiti da sud u vanparničnom postupku utvrdi tu vrednost akcija u skladu sa članom 475. ovog zakona.

Ako sud, postupajući po zahtevu akcionara podnosioca zahteva iz stava 9. ovog člana, kao vrednost akcija utvrdi iznos koji je viši od cene koju je utvrdilo društvo, kontrolni akcionar je u obavezi da razliku do tako utvrđene vrednosti doplati akcionaru podnosiocu zahteva u roku od 30 dana od dana pravnosnažnosti odluke suda, sa zakonskom zateznom kamatom počev od isteka roka za isplatu iz stava 7. ovog člana. Ako kontrolni akcionar propusti da postupi u skladu sa stavom 10. ovog člana, društvo postaje neograničeno solidarno odgovorno za obavezu kontrolnog akcionara iz stava 10. ovog člana. Zahtev akcionara čije su akcije prodate kontrolnom akcionaru za isplatu razlike iz stava 10. ovog člana zastareva u roku od tri godine od dana pravnosnažnosti odluke suda iz stava 10. ovog člana. Način i rok isplate cene i prenosa akcija po osnovu prava na prodaju akcija vrši se u skladu sa pravilima poslovanja Centralnog registra.

# A. PREGLED ANGAŽOVANJA

## Međunarodni standardi procene

Definicija tržišne vrednosti glasi, u skladu sa IVS 104 Osnovi vrednosti (sekcija 30.1):

*„Procenjeni iznos za koji bi neko sredstvo ili obaveza trebalo da se razmeni na datum procene vrednosti između voljnog kupca i voljnog prodavca, u transakciji između nezavisnih i nepovezanih strana, posle odgovarajućeg marketinga, pri čemu je svaka strana delovala uz dovoljno saznanja, opreza i bez prinude.“*

U okviru IVS 105 Pristupi proceni i metode (paragraf 10.4. i 10.6), navodi se sledeće:

*„Od procenitelja se ne zahteva da koristi više od jednog metoda za procenu, posebno kada procenitelj ima visok stepen poverenja u tačnost i pouzdanost jednog metoda, imajući u vidu date činjenice i okolnosti zadatka procene. Međutim, procenitelj treba da razmotri korišćenje više pristupa i metoda kako bi se došlo do indikacije vrednosti, posebno kada nema dovoljno faktičkih ili očiglednih ulaznih podataka za jedan metod na osnovu kod bi se dobio pouzdan zaključak. Kada se koristi više od jednog pristupa ili metoda, zaključak o vrednosti treba da bude razuman i procenitelj treba da opiše u izveštaju proces analiziranja i rekonsilijacije različitih vrednosti u jedinstven zaključak, bez računanja proseka.“*

*„Kada različiti pristupi/metodi rezultiraju široko divergentnim indikacijama vrednosti, procenitelj treba da preduzme procedure kojima će razumeti zašto se indikacije vrednosti razlikuju, jer uobičajeno nije primereno jednostavno ponderisati dve ili više divergentne indikacije vrednosti. Procenitelj treba da razmotri da li jedan od pristupa/metoda obezbeđuje bolju ili pouzdaniju indikaciju vrednosti.“*

U okviru IVS Opšti okvir (paragraf 40.1), navodi se sledeće:

*„Proces procene zahteva da procenitelj nepristrasno prosudi o pouzdanosti inputa i pretpostavki. Da bi procena bila kredibilna, važno je da se ta prosuđivanja urade na način koji promovise transparentnost i minimizira uticaj bilo kakvih subjektivnih faktora na proces. Prosuđivanje koje se primenjuje u proceni mora biti objektivno, kako bi se izbegle pristrasne analize, mišljenja i zaključci.“*

U okviru IVS Opšti okvir (paragraf 60.1), navodi se sledeće:

*„Odstupanje je okolnost u kojoj se moraju poštovati posebni zakonski, regulatorni ili drugi autoritativni zahtevi koji se razlikuju od nekih zahteva unutar IVS. Odstupanja su obavezna, jer procenitelj mora postupati u skladu sa zakonskim, regulatornim i drugim autoritativnim zahtevima koji odgovaraju svrsi procene i nadležnoj pravnoj regulativi, koji ne moraju biti u skladu sa IVS. Procenitelj ipak može navesti da se procena vrši u skladu sa IVS i kada postoje odstupanja zbog tih okolnosti.“*



# A. PREGLED ANGAŽOVANJA

## Izvori informacija

Prilikom izrade Elaborata, uradili smo sledeće:

- razgovarali smo sa predstavnicima Banke u vezi sa najvažnijim aspektima poslovanja;
- od Banke smo dobili i analizirali sledeću dokumentaciju:
  - Bruto bilans na 31.12.2021. godine za Komercijalnu i NLB banku;
  - Bilans stanja i bilans uspeha na 31.12.2021. godine za Komercijalnu i NLB banku, kao i na datum procene za (novu, spojenu) Banku;
  - Napomene uz finansijske izveštaje na 31.12.2021. godine za Komercijalnu i NLB banku;
  - Obračun zarade po akciji u skladu sa MRS 33 na 31.12.2021. godine za Komercijalnu banku;
  - Projekcija stope prinosa na preferencijalne akcije za period 2022-2026;
  - Izveštaj o elementima rizične aktive i pokazateljima adekvatnosti kapitala na 31.12.2021. za Komercijalnu banku;
  - Izveštaji o poslovanju i realizaciji plana Komercijalne banke za period 2017-2021;
  - Finansijske projekcije (nove, spojene) Banke za period 2022-2026;
- Strategija poslovanja za period 2022-2026;
- Kriterijumi adekvatnosti kapitala (interni i propisani od NBS);
- Odluka o izdavanju XXVIII emisije običnih akcija radi povećanja osnovnog kapitala po osnovu statusne promene pripajanja;
- Odluka o homogenizaciji prioritetnih akcija Komercijalne banke;
- Odluka o izmeni odluke o homogenizaciji prioritetnih akcija Komercijalne banke;
- Rešenje komisije o homogenizaciji akcija Komercijalne banke;
- Odluka Skupštine Banke o izdavanju XXIV emisije prioritetnih akcija;
- Ugovor o osnivanju Komercijalne banke.

*Napominjemo da predstavljeni spisak dostavljene dokumentacije nije kompletan, već je izdvojena ključna dokumentacija.*

A	PREGLED ANGAŽOVANJA	3
B	KLJUČNI NALAZI	10
C	O DRUŠTVU	14
D	PRIKAZ FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA	19
E	TRŽIŠNA ANALIZA	26
F	MAKROEKONOMSKA ANALIZA	32
G	METODOLOGIJA	37
H	PROCENA VREDNOSTI - PRINOSNI PRISTUP	40
I	PROCENA VREDNOSTI - TRŽIŠNI PRISTUP	48
J	ZAKLJUČIVANJE O VREDNOSTI	53
K	UTVRĐIVANJE DISKONTNE STOPE	56
L	PRILOG	61
M	OGRANIČENJE ODGOVORNOSTI I VAŽNE NAPOMENE	63

## B. KLJUČNI NALAZI

### Pregled rezultata

Prilikom procene vrednosti, primenili smo prinosni pristup tj. metod diskontovanja dividendi gde se vrednost kapitala dobija na bazi sadašnje vrednosti projektovanih dividendi. Takođe, primenjen je i tržišni pristup, i to *isključivo u ilustrativne svrhe* tj. nije uzet u obzir prilikom zaključivanja o vrednosti, imajući u vidu disperziju u okviru uzorka i značajnu razliku u rezultatima na bazi dvaju multiplikatora (P/B i P/E) u odnosu na metod diskontovanja dividendi. Naime, mišljenja smo da tržišni multiplikatori ne reflektuju stope rasta koje Banka očekuje da će postići u predstojećem periodu, te da je u ovom slučaju adekvatniji metod diskontovanja dividendi, stoga mu je dodeljen ponder od 100%.

U nastavku su ključne pretpostavke iz Strategije i plana poslovanja Banke za period 2022-2026 prihvaćene u metodu diskontovanja dividendi:

- Podaci se odnose na novu banku nastalu spajanjem Komercijalne banke a.d. i NLB banke a.d. (prisutni su efekti sinergije);
- Planirano poboljšanje u svim važnim pokazateljima poslovanja (bolji učinak od tržišta);
- Promena strukture aktive, uz snažan rast kreditne aktivnosti u svim segmentima poslovanja i značajno povećanje tržišnog učešća u kreditima;
- Kontinuiran rast depozitnog potencijala u cilju održavanja tržišnog učešća;
- Maksimalna iskorišćenost angažovanog kapitala, isplata dividendi u svim godinama *uz održavanje adekvatnosti kapitala* u skladu sa propisanim limitima.

Na osnovu pretpostavki koje su predstavljene u okviru sekcija „Procena vrednosti“, u nastavku je rezime procenjene tržišne vrednosti obične i preferencijalne akcije Banke.

Tabela 1: Procenjena tržišna vrednost obične i preferencijalne akcije Banke

Red. br.	Metod procene	Procenjena tržišna vrednost 1 akcije (RSD)	Procenjena tržišna vrednost 1 akcije (EUR)
1	Obične akcije - Metod diskontovanih dividendi	4.099,97	34,89
2	Obične akcije - Metod uporedivih banaka primenom P/B racija	2.918,37	24,84
3	Obične akcije - Metod uporedivih banaka primenom P/E racija	2.783,51	23,69
4	Preferencijalne akcije - Metod diskontovanih dividendi	868,65	7,39
<b>Usvojena vrednost 1 obične akcije</b>		<b>4.099,97</b>	<b>34,89</b>
<b>Usvojena vrednost 1 preferencijalne akcije</b>		<b>868,65</b>	<b>7,39</b>

Izvor: BDO kalkulacija.

## B. KLJUČNI NALAZI

### Knjigovodstvena vrednost akcije

U nastavku je prikaz knjigovodstvene vrednosti obične i preferencijalne akcije.

[Tabela 2: Knjigovodstvena vrednost obične i preferencijalne akcije Banke na dan 23.5.2022.](#)

R. br.	POZICIJA	Iznos (RSD)
1	Knjigovodstveni kapital	81.937.832.746
2	Ostvaren rezultat	2.061.310.407
3=1+2	UKUPNO	83.999.143.154
4	Otkupljene sopstvene akcije	31.994.000
5	Akcijski kapital - preferencijalne akcije	373.510.000
6=3-4-5	UKUPNO	83.593.639.154
7	Br. običnih akcija (umanjen za br. otkuplj. sopstv. ak.)	18.444.392
8=6/7	<b>Knjigovodstvena vrednost - obična akcija RSD</b>	<b>4.532,20</b>
9	Broj preferencijalnih akcija	373.510
10=5/9	<b>Knjigovodstvena vrednost - preferencijalna akcija RSD</b>	<b>1.000,00</b>

Izvor: Banka.

Knjigovodstvena vrednost preferencijalne akcije je u visini njene nominalne vrednosti.

## B. KLJUČNI NALAZI

13

### Mišljenje o vrednosti

Imajući u vidu značaj procena vrednosti, kao i odgovornost procenitelja, smatramo da je ključno da napomenemo da se procene vrednosti na definisani datum odnose isključivo na određeni trenutak u vremenu. U međuvremenu, tržišni uslovi mogu da se promene. Slična logika važi i kod izbora metodologije. Metodi primenjeni u jednom slučaju ne moraju nužno da budu adekvatni i u svim drugim slučajevima, te se odlučivanju o metodologiji pristupa u zavisnosti od situacije.

Za potrebe zaključivanja o tržišnoj vrednosti obične akcije Banke, usvojena je procenjena vrednost dobijena na osnovu primene metoda diskontovanih dividendi (prinosni pristup). Na osnovu svih uvažених pretpostavki, mišljenja smo da sledeći iznosi reflektuju tržišnu vrednost običnih akcija:

Tržišna vrednost običnog kapitala  
75.752.644.303 RSD  
Tržišna vrednost običnog kapitala  
644.680.312 EUR  
Tržišna vrednost obične akcije  
4.099,97 RSD  
Tržišna vrednost obične akcije  
34,89 EUR

po kursu na dan 23.05.2022. godine: 1 EUR = 117,5042 RSD

Data tržišna vrednost akcije predstavlja tzv. *manjinsku, utrživu vrednost akcije*. Budući da su akcije listirane na berzi i da je korišćen prinosni pristup u proceni, vrednost je po definiciji utrživa, pa nismo koristili nikakav diskont za neutrživost.

Takođe, smatramo da usled visokog nivoa regulisanosti bankarske industrije i korporativnog upravljanja, smatramo da nema razlika između novčanog toka koji bi pripao vlasniku akcija kao deo kontrolnog udela i vlasniku akcija kao deo manjinskog udela, pa nismo primenili nikakav diskont za nedostatak kontrole.

*Napominjemo da (nova, spojena) Banka ima 18.476.386 običnih akcija, a 373.510 preferencijalnih akcija.*

Zaključak o procenjenoj tržišnoj vrednosti preferencijalne akcije Banke formiran je na osnovu primene metoda diskontovanih dividendi (prinosni pristup). U nastavku su rezultati:

Tržišna vrednost preferencijalnog kapitala  
324.451.201 RSD  
Tržišna vrednost preferencijalnog kapitala  
2.761.188 EUR  
Tržišna vrednost preferencijalne akcije  
868,65 RSD  
Tržišna vrednost preferencijalne akcije  
7,39 EUR



Milovan Popović, zakonski zastupnik  
BDO d.o.o. Beograd



A	PREGLED ANGAŽOVANJA	3
B	KLJUČNI NALAZI	10
C	O DRUŠTVU	14
D	PRIKAZ FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA	19
E	TRŽIŠNA ANALIZA	26
F	MAKROEKONOMSKA ANALIZA	32
G	METODOLOGIJA	37
H	PROCENA VREDNOSTI - PRINOSNI PRISTUP	40
I	PROCENA VREDNOSTI - TRŽIŠNI PRISTUP	48
J	ZAKLJUČIVANJE O VREDNOSTI	53
K	UTVRĐIVANJE DISKONTNE STOPE	56
L	PRILOG	61
M	OGRANIČENJE ODGOVORNOSTI I VAŽNE NAPOMENE	63



## C. O DRUŠTVU

### Statusni podaci

U nastavku su predstavljeni statusni podaci o Banci.

Tabela 3: Statusni podaci

Banka	NLB Komercijalna banka a.d. Beograd
Sedište	Svetog Save 14, Beograd
Pravna forma	Akcionarsko društvo
Delatnost	6419 - Ostalo monetarno posredovanje
Veličina obveznika	Veliko pravno lice
Matični broj	07737068
PIB	100001931
Broj izdatih običnih akcija	18.476.386
Broj izdatih pref. akcija	373.510
CFI kod - obične akcije	ESVUFR
ISIN broj - obične akcije	RSKOBBE16946
CFI kod - pref. akcije	EPNNAR
ISIN broj - pref. akcije	RSKOBBE19692
Nom. vred. obične akcije (RSD)	1.000,00
Nom. vred. pref. akcije (RSD)	1.000,00

Komercijalna banka a.d. Beograd osnovana je 01. decembra 1970. godine, a transformisana je u akcionarsko društvo 06. maja 1992. godine.

Komercijalna banka je registrovana kod Trgovinskog suda u Beogradu 10. jula 1991. godine, a zakonski je preregistrovana u Agenciji za privredne registre 14. aprila 2006. godine.

*Potpisivanjem Ugovora o prenosu akcija 30. decembra 2020. godine između Republike Srbije i NLB d.d. Ljubljana, okončan je proces prodaje Komercijalne banke a.d. Beograd.*

*Predmet ugovora bilo je 83,23% običnih akcija Komercijalne banke, čime je NLB d.d. Ljubljana postala vlasnik akcija koje su bile u posedu Republike Srbije i najveći pojedinačni vlasnik Banke sa pravom upravljanja.*

Komercijalna banka je registrovana za obavljanje kreditnih, depozitnih i garancijskih poslova, kao i za obavljanje poslova platnog prometa, u zemlji i inostranstvu. Na dan 31. decembra 2021. godine, Komercijalnu banku čine centrala u Beogradu u ulici Svetog Save br. 14, 6 poslovnih centara, 3 sektora za rad sa malom i srednjom privredom, 1 filijala i 190 ekspozitura na teritoriji Srbije.

Na dan 31. decembra 2021. godine Komercijalna banka je imala 2.372 zaposlenih.

Na dan 31. decembra 2021. godine NLB banka je imala 506 zaposlenih radnika.

## C. O DRUŠTVU

### Preferencijalne akcije - prava

Odluka Skupštine Banke o izdavanju XXIV emisije prioritetnih akcija  
(od 07.03.2011. godine)

Vlasnici prioritetnih akcija imaju sledeća prava:

- Prednost u odnosu na obične akcije u pogledu prvenstva isplate dividende - pravo na prioritetnu isplatu dividendi po godišnjim računima u skladu sa Odlukama Skupštine banke, s tim da *dividenda ne može biti manja od kamate na štedne uloge oročene na 12 meseci*;
- Pravo preče kupovine akcija iz sledećih emisija srazmerno učešću u ukupnoj vrednosti prioritetnih akcija banke;
- Pravo na deo likvidacione mase, odnosno stečajne mase banke nakon isplate poverilaca u slučaju prestanka rada banke;
- Druga prava u skladu sa zakonom i odlukom o emisiji akcija.

Ugovor o osnivanju Komercijalne banke  
(od 01.07.2015. godine)

Vlasnici preferencijalnih (povlašćenih) akcija imaju sledeća prava:

- Prednost u odnosu na obične akcije u pogledu prvenstva isplate dividende;
- Prvenstvo naplate kod likvidacije banke;
- Druga prava utvrđena zakonom i odlukom o emisiji akcija.

Istorija isplata dividendi

Na osnovu odluka Skupštine Banke, a nakon ispunjenih svih potrebnih uslova propisanih Zakonom o bankama, Izvršni odbor banke doneo je odluke o isplati dividende za poslovne 2014, 2015, 2016, 2017, 2018. i 2019. godinu. Dividende su isplaćene u novcu 21.09.2020. godine akcionarima banke - licima koja su bila upisana u Centralnom registru, depo i kliringu HOV kao zakoniti imaoци akcija banke na dan dividende.

Preostali iznos obaveza po osnovu dividendi na akcije odnosi se na obaveze iz perioda pre 2014. godine i obaveze prema akcionarima koji nisu dostavili instrukciju za uplatu dividendi.

**Za poslovnu 2020. i 2021. godinu nije bilo isplata dividendi.**

Izvor: Napomene uz finansijske izveštaje Komercijalne banke za 2020. i 2021. godinu.

## C. O DRUŠTVU

### Trgovanje na berzi

U članu 259 Utvrđivanje tržišne vrednosti akcija u okviru Zakona o privrednim društvima R. Srbije, navodi se sledeće:

*Tržišna vrednost akcija javnog akcionarskog društva utvrđuje se kao ponderisana prosečna cena ostvarena na regulisanom tržištu, odnosno multilateralnoj trgovačkoj platformi, u smislu zakona kojim se uređuje tržište kapitala, u periodu od šest meseci koji prethodi danu donošenja odluke kojom se utvrđuje tržišna vrednost akcija, pod uslovom da je u tom periodu ostvareni obim prometa akcijama te klase na tržištu kapitala predstavljao najmanje 0,5% ukupnog broja izdatih akcija te klase i da se u istom periodu trgovalo više od 1/3 trgovačkih dana na mesečnom nivou.*

Tržišna vrednost akcija javnog akcionarskog društva utvrđuje se putem procene ako je ispunjen jedan od sledećih uslova:

- 1) ako nije ostvaren navedeni obim prometa;
- 2) u slučaju izdavanja akcija nove klase.

U nastavku je pregled trgovanja akcijama Banke, u periodu od 6 meseci do datuma procene (23.11.2021-23.05.2022), uz napomenu da su prikazani isključivo datumi u kojima je bilo prometa.

Cene akcija (Open, Min, Max) i promet su izraženi u RSD, a obim se odnosi na broj akcija.

KT je skraćena za metod kontinuiranog trgovanja.

Izvor: Zakon o privrednim društvima R. Srbije, [www.belex.rs](http://www.belex.rs).

*Tabela 4: Pregled trgovanja sa berze - obične akcije*

Datum trgovanja	Cena	Obim	Promet	Open	Min	Max	Metod trgovanja
20.04.2022.	4.400	183	805.200	4.400	4.400	4.400	KT
21.03.2022.	4.580	50	229.000	4.580	4.580	4.580	KT
18.03.2022.	4.400	604	2.657.600	4.400	4.400	4.400	KT
15.03.2022.	4.589	100	458.900	4.589	4.589	4.589	KT
18.01.2022.	4.963	1	4.963	4.963	4.963	4.963	KT
30.12.2021.	4.136	10	41.359	4.450	4.101	4.450	KT
10.12.2021.	4.400	30	132.000	4.400	4.400	4.400	KT
09.12.2021.	4.203	6.150	25.848.450	4.203	4.203	4.203	KT
08.12.2021.	4.451	40	178.040	4.451	4.451	4.451	KT
06.12.2021.	4.439	30	133.170	4.439	4.439	4.439	KT
03.12.2021.	4.430	128	567.040	4.430	4.430	4.430	KT
02.12.2021.	4.400	110	484.000	4.400	4.400	4.400	KT

## C. O DRUŠTVU

### Trgovanje na berzi

*Tabela 5: Pregled trgovanja sa berze - preferencijalne akcije*

Datum trgovanja	Cena	Obim	Promet	Open	Min	Max	Metod trgovanja
23.05.2022.	3.846	1.061	4.080.130	3.750	3.750	3.850	KT
28.04.2022.	3.750	100	375.000	3.750	3.750	3.750	KT
27.04.2022.	3.600	30	108.000	3.600	3.600	3.600	KT
21.04.2022.	3.800	200	760.000	3.800	3.800	3.800	KT
20.04.2022.	3.800	2.443	9.282.492	3.800	3.798	3.801	KT
19.04.2022.	3.800	455	1.729.000	3.800	3.800	3.800	KT
15.04.2022.	3.650	30	109.500	3.650	3.650	3.650	KT
11.04.2022.	3.650	18	65.700	3.650	3.650	3.650	KT
08.04.2022.	3.701	2.280	8.438.922	3.300	3.300	3.800	KT
31.03.2022.	3.206	160	512.900	3.000	3.000	3.299	KT
29.03.2022.	2.925	20	58.500	2.925	2.925	2.925	KT
23.03.2022.	2.925	100	292.500	2.925	2.925	2.925	KT
22.03.2022.	2.251	14	31.514	2.251	2.251	2.251	KT
18.03.2022.	2.417	120	290.000	2.400	2.400	2.500	KT
15.03.2022.	2.330	35	81.550	2.330	2.330	2.330	KT
22.02.2022.	2.464	35	86.225	2.497	2.380	2.497	KT
18.02.2022.	2.401	130	310.600	2.350	2.350	2.401	KT
10.02.2022.	2.350	30	70.500	2.350	2.350	2.350	KT
12.01.2022.	2.629	178	467.880	2.500	2.500	2.630	KT

Datum trgovanja	Cena	Obim	Promet	Open	Min	Max	Metod trgovanja
29.12.2021.	2.556	2.120	5.418.000	2.550	2.550	2.650	KT
28.12.2021.	2.629	52	136.700	2.550	2.550	2.650	KT
21.12.2021.	2.800	19	53.200	2.800	2.800	2.800	KT
20.12.2021.	2.812	93	261.478	2.800	2.800	2.849	KT
17.12.2021.	2.830	150	424.500	2.830	2.830	2.830	KT
16.12.2021.	2.798	381	1.066.188	2.798	2.798	2.801	KT
15.12.2021.	2.793	22	61.439	2.789	2.789	2.798	KT
14.12.2021.	2.799	40	111.960	2.799	2.799	2.799	KT
10.12.2021.	2.650	143	378.950	2.650	2.650	2.650	KT
07.12.2021.	2.600	14	36.400	2.600	2.600	2.600	KT
29.11.2021.	2.703	77	208.155	2.705	2.699	2.705	KT

*U prikazanom periodu ispunjen je jedan od uslova navedenih na prethodnom slajdu (ostvareni obim prometa akcijama te klase na tržištu kapitala predstavljao najmanje 0,5% ukupnog broja izdatih akcija te klase, ali se u tom periodu nije trgovalo više od 1/3 trgovačkih dana na mesečnom nivou - preferencijalne akcije, a kod običnih akcija nije ispunjen nijedan od pomenutih parametara), stoga je neophodno da se tržišna vrednost akcija javnog akcionarskog društva utvrdi putem procene.*

A	PREGLED ANGAŽOVANJA	3
B	KLJUČNI NALAZI	10
C	O DRUŠTVU	14
D	PRIKAZ FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA	19
E	TRŽIŠNA ANALIZA	26
F	MAKROEKONOMSKA ANALIZA	32
G	METODOLOGIJA	37
H	PROCENA VREDNOSTI - PRINOSNI PRISTUP	40
I	PROCENA VREDNOSTI - TRŽIŠNI PRISTUP	48
J	ZAKLJUČIVANJE O VREDNOSTI	53
K	UTVRĐIVANJE DISKONTNE STOPE	56
L	PRILOG	61
M	OGRANIČENJE ODGOVORNOSTI I VAŽNE NAPOMENE	63

## D. PRIKAZ FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA

### Bilans stanja

*Tabela 6: Aktiva i pasiva Komercijalne banke*

Opis	31.12.2021.
	000 EUR
Gotovina i sredstva kod Centralne banke	697.857
Hartije od vrednosti	1.272.207
Kredit i potraživanja od banaka i drugih fin. org.	247.609
Kredit i potraživanja od komitenata	1.777.864
Investicije u pridružena društva i zajedničke poduhvate	12.656
Investicije u zavisna društva	1.191
Nematerijalna imovina	4.951
Nekretnine, postrojenja i oprema	74.464
Investicione nekretnine	22.202
Tekuća poreska sredstva	161
Odložena poreska sredstva	4.331
Stalna sr. namenjena prodaji i sr. poslovanja koje se obustavlja	864
Ostala sredstva	46.187
<b>UKUPNA AKTIVA</b>	<b>4.162.542</b>
Depoziti i ostale fin. obav. prema bankama, drugim fin. org. i CB	18.157
Depoziti i ostale fin. obaveze prema drugim komitentima	3.429.828
Rezervisanja	36.008
Ostale obaveze	35.230
<b>UKUPNE OBAVEZE</b>	<b>3.519.223</b>
Akcijski kapital	340.482
Dobitak	81.421
Rezerve	221.416
<b>KAPITAL</b>	<b>643.318</b>
<b>UKUPNA PASIVA</b>	<b>4.162.542</b>

Izvor: Banka.



## D. PRIKAZ FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA

### Bilans stanja

*Tabela 7: Aktiva i pasiva NLB banke*

Opis	31.12.2021.
	000 EUR
Gotovina i sredstva kod Centralne banke	78.225
Potraživanja po osnovu derivata	15
Hartije od vrednosti	80.186
Kredit i potraživanja od banaka i drugih fin. org.	32.867
Kredit i potraživanja od komitenata	508.073
Nematerijalna imovina	1.371
Nekretnine, postrojenja i oprema	7.090
Investicione nekretnine	1.156
Odložena poreska sredstva	426
Stalna sr. namenjena prodaji i sr. poslovanja koje se obustavlja	2.150
Ostala sredstva	3.533
<b>UKUPNA AKTIVA</b>	<b>715.093</b>
Obaveze po osnovu detivata	10
Depoziti i ostale fin. obav. prema bankama, drugim fin. org. i CB	185.191
Depoziti i ostale fin. obaveze prema drugim komitentima	424.568
Subordinirane obaveze	15.043
Rezervisanja	4.736
Tekuće poreske obaveze	658
Ostale obaveze	6.523
<b>UKUPNE OBAVEZE</b>	<b>636.730</b>
Akcijski kapital	53.048
Dobitak	24.646
Rezerve	669
<b>KAPITAL</b>	<b>78.363</b>
<b>UKUPNA PASIVA</b>	<b>715.093</b>

Izvor: Banka.

## D. PRIKAZ FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA

### Bilans stanja

*Tabela 8: Aktiva i pasiva Banke (nove, spojene)*

Opis	23.05.2022.
	000 EUR
Gotovina i sredstva kod Centralne banke	737.909
Hartije od vrednosti	1.069.988
Kredit i potraživanja od banaka i drugih fin. org.	138.503
Kredit i potraživanja od komitenata	2.458.547
Investicije u pridružena društva i zajedničke poduhvate	12.664
Investicije u zavisna društva	1.191
Nematerijalna imovina	5.607
Nekretnine, postrojenja i oprema	80.681
Investicione nekretnine	22.936
Odložena poreska sredstva	13.060
Stalna sr. namenjena prodaji i sr. poslovanja koje se obustavlja	2.911
Ostala sredstva	50.685
<b>UKUPNA AKTIVA</b>	<b>4.594.683</b>
Depoziti i ostale fin. obav. prema bankama, drugim fin. org. i CB	139.582
Depoziti i ostale fin. obaveze prema drugim komitentima	3.633.255
Subordinirane obaveze	14.973
Rezervisanja	46.578
Tekuće poreske obaveze	354
Odložene poreske obaveze	4.617
Ostale obaveze	40.734
<b>UKUPNE OBAVEZE</b>	<b>3.880.094</b>
Akcijski kapital	390.281
Sopstvene akcije	272
Dobitak	125.858
Rezerve	198.722
<b>KAPITAL</b>	<b>714.589</b>
<b>UKUPNA PASIVA</b>	<b>4.594.683</b>

Napominjemo da za novu, spojenu banku nema ranijih istorijskih podataka do onih kojih su prikazani ovde (uslovljeno vremenskim okvirom spajanja).

## D. PRIKAZ FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA

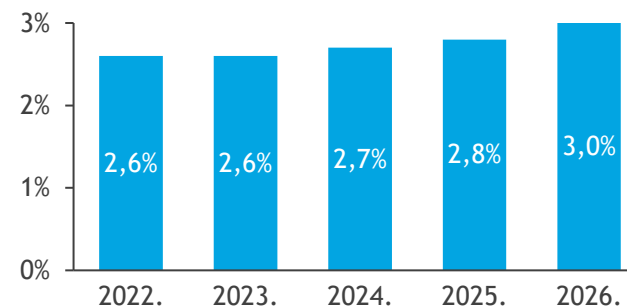
### Bilans uspeha

Tabela 9: Rezultat poslovanja Komercijalne banke

Opis	2021. 000 EUR
Prihodi od kamata	111.451
Rashodi od kamata	8.153
<b>Neto prihod po osnovu kamata</b>	<b>103.298</b>
Prihodi od naknada i provizija	65.045
Rashodi naknada i provizija	16.247
<b>Neto prihod po osnovu naknada i provizija</b>	<b>48.798</b>
Neto dobitak po osnovu promene fer vrednosti fin. instrumenata	41
Neto dob. po prestanku prizn. fin. instr. koji se vred. po FV	1.678
Neto rashod od kursnih razlika i efekata ugovorene valutne klauz.	451
Neto prih. po umanjenju obezvr. fin. sred. koja se ne vred. po FV	134
Neto dob. po prestanku priznavanja inv. u pridružena društva	5
Ostali poslovni prihodi	1.796
<b>Ukupan neto poslovni prihod</b>	<b>156.202</b>
Troškovi zarada, naknada zarada i ostali lični rashodi	42.196
Troškovi amortizacije	7.764
Ostali prihodi	4.993
Ostali rashodi	81.777
<b>Dobitak pre oporezivanja</b>	<b>29.457</b>
Dobitak po osnovu odloženih poreza	2.960
Gubitak po osnovu odloženih poreza	1.410
<b>Dobitak nakon oporezivanja</b>	<b>31.008</b>
<b>Rezultat perioda - dobitak</b>	<b>31.008</b>

Izvor: Banka.

Grafikon 1: Neto kamatna marža



Podaci na grafikonima prikazuju očekivane rezultate za NLB Komercijalnu banku (novu, spojenu). Neto kamatna marža je odnos razlike kamatnih prihoda i kamatnih rashoda u odnosu na prosečnu ukupnu imovinu. Tokom vremena neto kamatna marža pada, jer se krediti reprogramiraju pod novim, nižim kamatnim stopama. Banke koje ostvaruju veću neto kamatnu maržu od proseka pretežno imaju i rizičniju kreditnu aktivnu od proseka. U ovom slučaju, neto kamatna margina je pozitivna i umerena, što upućuje na zaključak da je Banka efikasna u upravljanju strukturom imovine i obaveza.

Nezavisni revizor Komercijalne banke za 2021. godinu je bio PKF d.o.o. Beograd, a mišljenje je pozitivno.

## D. PRIKAZ FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA

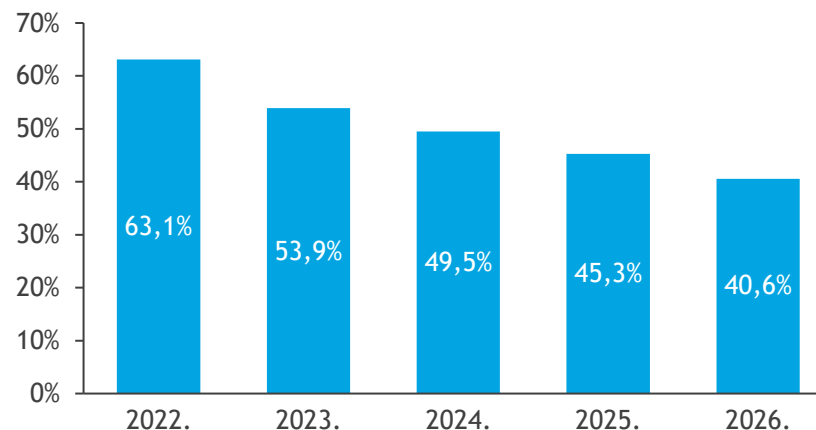
### Bilans uspeha

Tabela 10: Rezultat poslovanja NLB banke

Opis	2021. 000 EUR
Prihodi od kamata	27.329
Rashodi od kamata	4.032
<b>Neto prihod po osnovu kamata</b>	<b>23.297</b>
Prihodi od naknada i provizija	9.484
Rashodi naknada i provizija	2.079
<b>Neto prihod po osnovu naknada i provizija</b>	<b>7.404</b>
Neto gubitak po osnovu promene fer vrednosti fin. instrumenata	115
Neto dob. po prestanku prizn. fin. instr. koji se vred. po FV	0
Neto rashod od kursnih razlika i efekata ugovorene valutne klauz.	29
Neto rash. po umanjenju obezvr. fin. sred. koja se ne vred. po FV	161
Neto dob. po prestanku priznavanja inv. u pridružena društva	19
Ostali poslovni prihodi	1.832
<b>Ukupan neto poslovni prihod</b>	<b>32.857</b>
Troškovi zarada, naknada zarada i ostali lični rashodi	13.348
Troškovi amortizacije	2.813
Ostali prihodi	224
Ostali rashodi	11.353
<b>Dobitak pre oporezivanja</b>	<b>5.567</b>
Porez na dobitak	725
Dobitak po osnovu odloženih poreza	144
Gubitak po osnovu odloženih poreza	71
<b>Dobitak nakon oporezivanja</b>	<b>4.915</b>
<b>Rezultat perioda - dobitak</b>	<b>4.915</b>

Izvor: Banka.

Grafikon 2: Cost-to-Income ratio (CIR)



Podaci na grafikonima prikazuju očekivane rezultate za Banku (novu, spojenu). CIR racio je odnos troškova i prihoda banke. Što je niži ovaj pokazatelj, banka je profitabilnija, efikasnija i kompetitivnija. Banka očekuje povoljne sinergetske efekte u narednim godinama, te posledično snižavanje CIR racija.

Nezavisni revizor NLB banke za 2021. godinu je bio Ernst & Young d.o.o. Beograd, a mišljenje pozitivno.

## D. PRIKAZ FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA

### Bilans uspeha

*Tabela 11: Rezultat poslovanja Banke (nove, spojene)*

Opis	01.01- 23.05.2022.
	000 EUR
Prihodi od kamata	39.941
Rashodi od kamata	2.149
<b>Neto prihod po osnovu kamata</b>	<b>37.793</b>
Prihodi od naknada i provizija	29.320
Rashodi naknada i provizija	6.324
<b>Neto prihod po osnovu naknada i provizija</b>	<b>22.996</b>
Neto dobitak po osnovu promene fer vrednosti fin. instrumenata	7
Neto gub. po prestanku prizn. fin. instr. koji se vred. po FV	510
Neto rashod od kursnih razlika i efekata ugovorene valutne klauz.	1.464
Neto rash. po osnovu obezvr. fin. sred. koja se ne vred. po FV	1.948
Neto dob. po osnovu prestanka prizn. fin. sred. po am. vred.	733
Ostali poslovni prihodi	1.244
<b>Ukupan neto poslovni prihod</b>	<b>58.851</b>
Troškovi zarada, naknada zarada i ostali lični rashodi	14.710
Troškovi amortizacije	2.855
Ostali prihodi	1.510
Ostali rashodi	25.272
<b>Dobitak pre oporezivanja</b>	<b>17.523</b>
Porez na dobitak	475
Dobitak po osnovu odloženih poreza	1.049
Gubitak po osnovu odloženih poreza	1.519
<b>Dobitak nakon oporezivanja</b>	<b>16.578</b>
<b>Rezultat perioda - dobitak</b>	<b>16.578</b>

Izvor: Banka.

A	PREGLED ANGAŽOVANJA	3
B	KLJUČNI NALAZI	10
C	O DRUŠTVU	14
D	PRIKAZ FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA	19
E	TRŽIŠNA ANALIZA	26
F	MAKROEKONOMSKA ANALIZA	32
G	METODOLOGIJA	37
H	PROCENA VREDNOSTI - PRINOSNI PRISTUP	40
I	PROCENA VREDNOSTI - TRŽIŠNI PRISTUP	48
J	ZAKLJUČIVANJE O VREDNOSTI	53
K	UTVRĐIVANJE DISKONTNE STOPE	56
L	PRILOG	61
M	OGRANIČENJE ODGOVORNOSTI I VAŽNE NAPOMENE	63



## E. TRŽIŠNA ANALIZA

### Kriterijumi adekvatnosti kapitala

Adekvatnost kapitala je jedan od instrumenata nadzora kojim regulator ograničava rizičnost poslovanja banaka i time štiti interese deponenata.

Banka je dužna da obezbedi da visina njenog kapitala nikada ne bude manja od dinarske protivvrednosti iznosa od 10 mil. EUR.

Član 23 Zakona o bankama

„Banka je dužna da, radi stabilnog i sigurnog poslovanja, odnosno radi ispunjenja obaveza prema poveriocima, pokazatelj adekvatnosti kapitala održava na propisanom nivou. *Pokazatelj adekvatnosti kapitala predstavlja odnos između kapitala i rizične aktive banke.*

Narodna banka Srbije može rešenjem banci odrediti i pokazatelj adekvatnosti kapitala veći od propisanog ako se na osnovu vrste i stepena rizika i poslovnih aktivnosti banke utvrdi da je to potrebno radi stabilnog i sigurnog poslovanja banke, odnosno radi ispunjenja njenih obaveza prema poveriocima.“

[Tabela 12: Ukupni supervizorski zahtev za kapitalom i sveobuhvatni zahtev za kapitalom](#)

Prudencijalni zahtev	Nivo
<b>UKUPNI SUPERVIZORSKI ZAHTEV ZA KAPITALOM</b>	<b>12,16%</b>
od čega: pokazatelj adekvatnosti osnovnog akcijskog kapitala	6,83%
od čega: pokazatelj adekvatnosti osnovnog kapitala	9,12%
<b>SVEOBUH VATNI ZAHTEV ZA KAPITALOM</b>	<b>18,43%</b>
od čega: pokazatelj adekvatnosti osnovnog akcijskog kapitala	13,10%
od čega: pokazatelj adekvatnosti osnovnog kapitala	15,39%

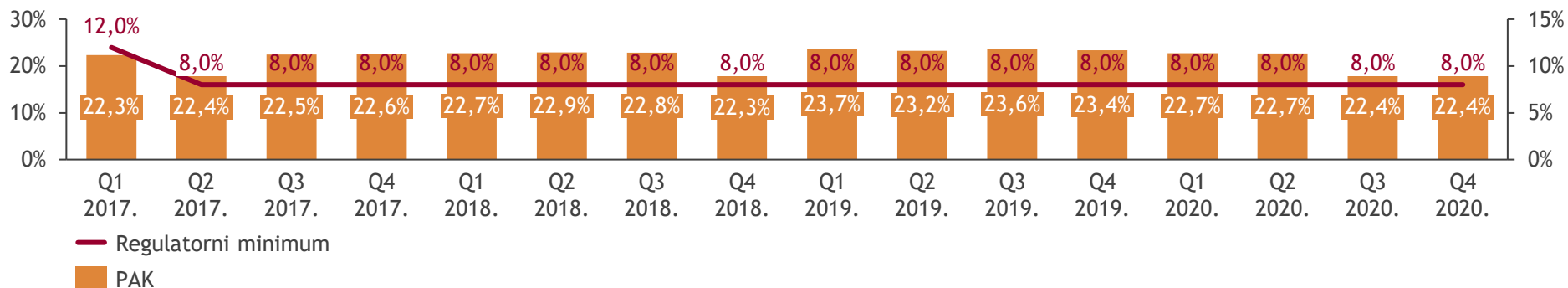
Prema navodima Banke, **interni kriterijum za ocenu adekvatnosti kapitala** je za 1 p.p. viši u odnosu na sveobuhvatni zahtev za kapitalom NBS i **definisan je na nivou od 19,43%**.

## E. TRŽIŠNA ANALIZA

### Analiza adekvatnosti kapitala

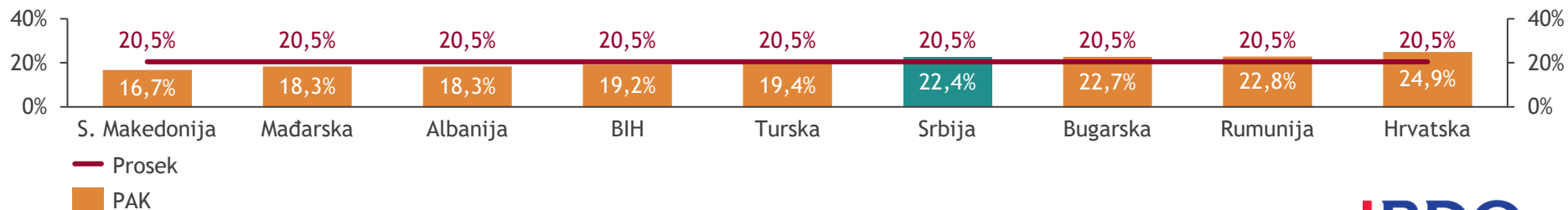
Bankarski sektor Srbije je tokom 2020. bio adekvatno kapitalizovan, što potvrđuju pokazatelji adekvatnosti kapitala (PAK), koji su se kretali *znatno iznad propisanih regulatornih minimuma*. Na kraju 2020. godine, PAK je iznosio 22,4%. Na kraju 2020. PAK je *smanjen usled većeg rasta ukupne rizične aktive u odnosu na regulatorni kapital*. Ublažavanjem zahteva za održavanje zaštitnih slojeva kapitala u slučaju šoka (Covid-19) podsticana je kreditna aktivnost. Kako bi fizičkim licima olakšala pristup stambenim kreditima, Narodna banka Srbije je u avgustu 2020. omogućila bankama da deo zaštitnih slojeva, koje inače izdvajaju, koriste za finansiranje ovog oblika kreditiranja.

Grafikon 3: Analiza adekvatnosti kapitala bankarskog sektora u Srbiji



Kapitalizovanost bankarskog sektora Srbije na kraju 2020. bila je *iznad proseka regiona*.

Grafikon 4: Analiza adekvatnosti kapitala bankarskog sektora u regionu



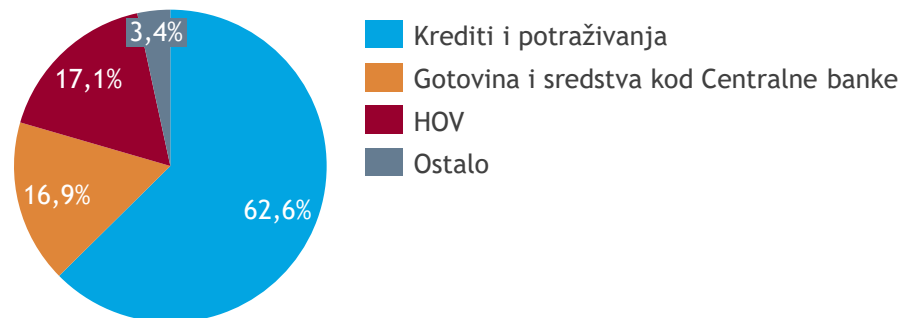
## E. TRŽIŠNA ANALIZA

### Struktura i kvalitet aktive

Neto aktiva bankarskog sektora na kraju 2020. godine iznosila je 4.601 mlrd dinara (preko 84% BDP-a). Ako se posmatra vlasnička struktura bankarskog sektora, najveće učešće od 86% imale su banke u stranom vlasništvu, dok su državne banke i banke u domaćem privatnom vlasništvu učestvovala sa po 7%.

Kreditni i potraživanja su u najvećoj meri učestvovali u ukupnoj neto aktivnosti bankarskog sektora, sa 62,6%, što je rezultat tradicionalnih poslovnih modela banaka zasnovanih na kreditno-depozitnim poslovima. Oko 16,9% aktive odnosilo se na gotovinu i sredstva kod centralne banke, a 17,1% na HoV, i to pretežno HoV Republike Srbije.

Grafikon 5: Struktura aktive bankarskog sektora u Srbiji (2020)



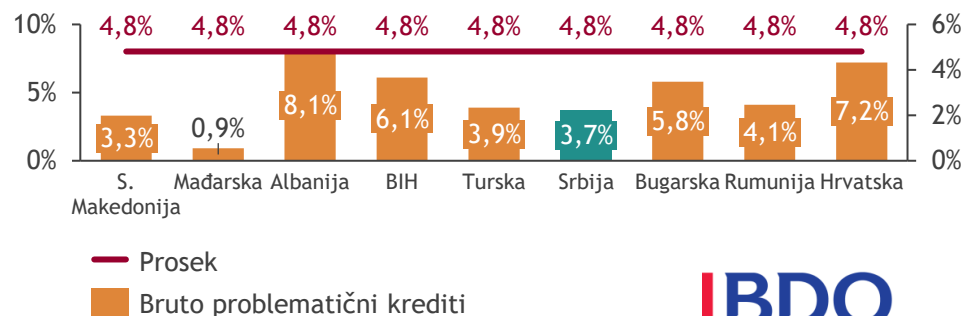
Izvor: NBS.

### Kreditna aktivnost

Kreditni portfolio je na kraju 2020. iznosio 2.650 mlrd dinara. Najveći deo portfolija odnosio se na kredite privredi (49,6%) i kredite stanovništvu (44,9%). Ukupni neto krediti privredi iznosili su 1.314 mlrd dinara, od čega je 81,5% bilo u stranoj valuti (81,3% u EUR). Ukupni neto krediti stanovništvu iznosili su 1.189 mlrd dinara, od čega se 525 mlrd dinara (44%) odnosilo na gotovinske kredite, a 442 mlrd dinara (37%) na stambene kredite. Krediti stanovništvu u stranoj valuti činili su 45,0% ukupnih kredita stanovništva i skoro u potpunosti odnosili su se na kredite u EUR.

Narodna banka Srbije je tokom 2020. propisala zastoje u otplati kredita kako bi dužnicima pogođenim pandemijom virusa korona olakšala izmirivanje obaveza prema bankama i time sprečila nastanak novih problematičnih kredita. Na kraju 2020. godine učešće problematičnih kredita u ukupnim kreditima bankarskog sektora Srbije iznosilo je 3,7%. Pomenuto učešće je na kraju 2020. smanjeno za 18,5 p.p. u odnosu na avgust 2015. godine, kada je doneta Strategija za rešavanje problematičnih kredita.

Grafikon 6: Bruto problematični krediti u odnosu na uk. bruto kredite (2020)



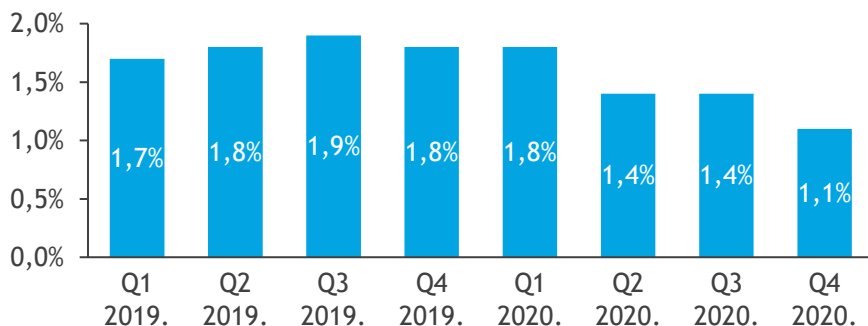
## E. TRŽIŠNA ANALIZA

### Profitabilnost

Bankarski sektor Srbije ostvario je pozitivan finansijski rezultat u 2020. godini. Ostvarena profitabilnost bankarskog sektora na kraju godine rezultirala je *prinosom na aktivu bankarskog sektora u iznosu od 1,1% i prinosom na kapital od 6,5%*. Prinos na aktivu nalazio se malo iznad proseka regiona, dok se prinos na kapital, kao posledica visoke kapitalizovanosti domaćeg bankarskog sektora, nalazio ispod proseka regiona.

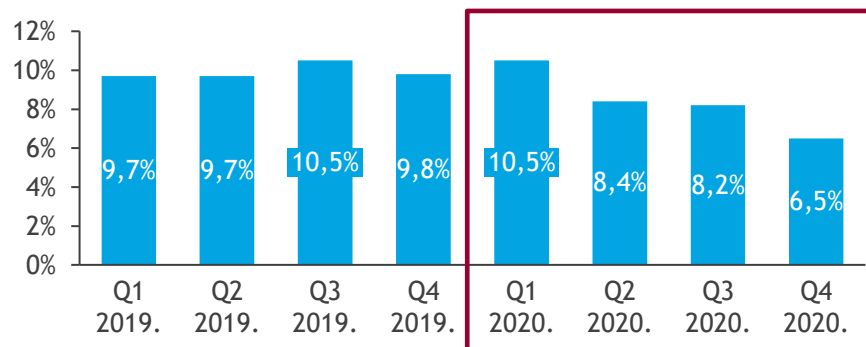
Neto dobitak pre oporezivanja na nivou bankarskog sektora u 2020. iznosio je 46,1 mlrd dinara, što je za 21,6 mlrd dinara (ili 31,9%) manje nego prethodne godine. *Dobitak u ukupnom iznosu od 49,14 mlrd dinara ostvarilo je 19 banaka, dok je sedam banaka poslovalo s gubitkom od 3,05 mlrd dinara.*

Grafikon 7: ROA bankarskog sektora u Srbiji



Izvor: NBS.

Grafikon 8: ROE bankarskog sektora u Srbiji



Zahvaljujući rastu kreditne aktivnosti, a s obzirom na tradicionalno poslovanje domaćih banaka koje se odnosi na kreditno depozitne poslove, *neto prihodi po osnovu kamata i naknada i dalje su najzastupljenija kategorija u strukturi konačnog rezultata.*

Najvišu stopu profitabilnosti u 2020. ostvarile su domaće privatne banke, iza kojih slede domaće državne banke i strane banke iz zemalja EU, dok su znatno nižu profitabilnost zabeležile strane banke koje nisu iz zemalja EU.

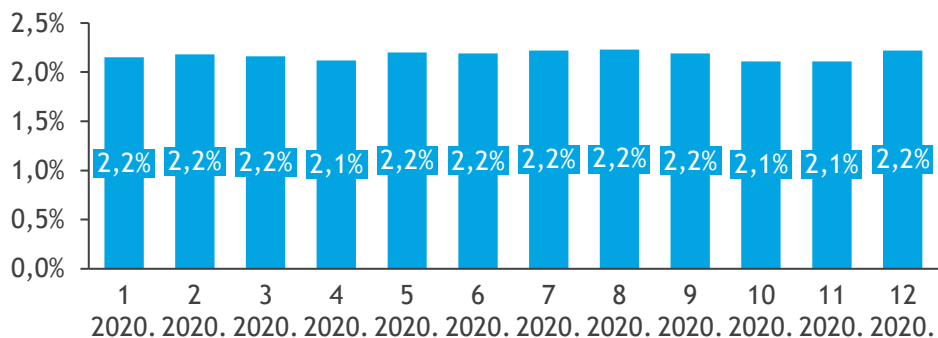
## E. TRŽIŠNA ANALIZA

### Likvidnost

Likvidnost bankarskog sektora Republike Srbije bila je i tokom 2020. na izuzetno visokom nivou, pri čemu *nije bilo negativnih efekata pandemije virusa korona u ovom segmentu poslovanja, tako da ne predstavlja pretnju po finansijsku stabilnost.*

Na kraju 2020. prosečni mesečni pokazatelj likvidnosti iznosio je 2,2 i bio je na znatno višem nivou od propisanog minimuma (1,0). Prosečan mesečni uži pokazatelj likvidnosti, s vrednošću od 1,9, takođe se nalazio znatno iznad regulatornog minimuma od 0,7. I pokazatelj pokrića likvidnom aktivom, s vrednošću od 211,8%, bio je znatno iznad regulatornog minimuma (100%). *Prema rezultatima stres-testova, bankarski sektor ostaje visoko likvidan čak i u uslovima ekstremnog odliva depozita.*

Grafikon 9: Mesečni pokazatelj likvidnosti bankarskog sektora u Srbiji



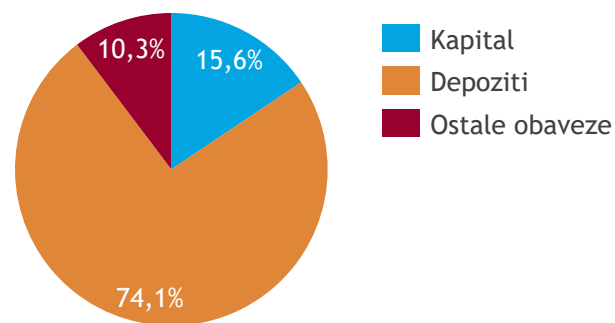
Izvor: NBS.

### Izvori sredstava

Banke koje posluju u Srbiji oslanjaju se u najvećoj meri na domaće, stabilne izvore finansiranja. *Odnos kredita i depozita na kraju 2020. iznosio je 80,4%.*

Iznos depozita je u toku 2020. bio dovoljan da pokrije iznos kredita. Jačanje domaće depozitne baze omogućava bankama da smanje zavisnost od drugih izvora finansiranja, kao što je, na primer, finansiranje od strane matičnih banaka. Time se smanjuje izloženost banaka rizicima iz međunarodnog okruženja. Posebno se smanjuje rizik od naglog povlačenja sredstava od strane matice, što je i bio jedan od izazova s kojima su se suočavale zemlje u regionu u postkriznom periodu.

Grafikon 10: Struktura izvora finansiranja bankarskog sektora (2020)



*Učešće ukupnih depozita u deviznom znaku (koji su uglavnom u EUR) je 60,2%. Ako se posmatra ročna struktura, najveće je učešće kratkoročnih depozita (94,0%).*

A	PREGLED ANGAŽOVANJA	3
B	KLJUČNI NALAZI	10
C	O DRUŠTVU	14
D	PRIKAZ FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA	19
E	TRŽIŠNA ANALIZA	26
<b>F</b>	<b>MAKROEKONOMSKA ANALIZA</b>	<b>32</b>
G	METODOLOGIJA	37
H	PROCENA VREDNOSTI - PRINOSNI PRISTUP	40
I	PROCENA VREDNOSTI - TRŽIŠNI PRISTUP	48
J	ZAKLJUČIVANJE O VREDNOSTI	53
K	UTVRĐIVANJE DISKONTNE STOPE	56
L	PRILOG	61
M	OGRANIČENJE ODGOVORNOSTI I VAŽNE NAPOMENE	63

## F. MAKROEKONOMSKA ANALIZA

### Ekonomska aktivnost

Realni rast BDP u prvom kvartalu 2022. godine u odnosu na isti period prethodne godine iznosio je 4,3%.

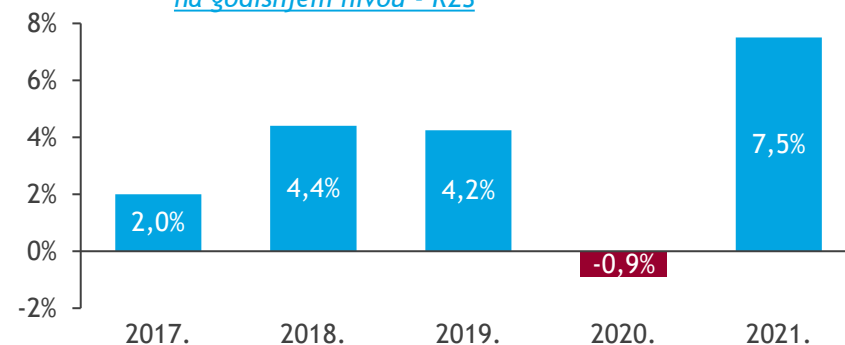
Procenjeno je da je ukupna ekonomska aktivnost u Republici Srbiji u 2021. godini, merena realnim kretanjem bruto domaćeg proizvoda (BDP), zabeležila rast od 7,5% u odnosu na 2020. godinu.

Realni rast bruto domaćeg proizvoda u četvrtom kvartalu 2021. godine, u odnosu na isti period prethodne godine, iznosio je 7,0%.

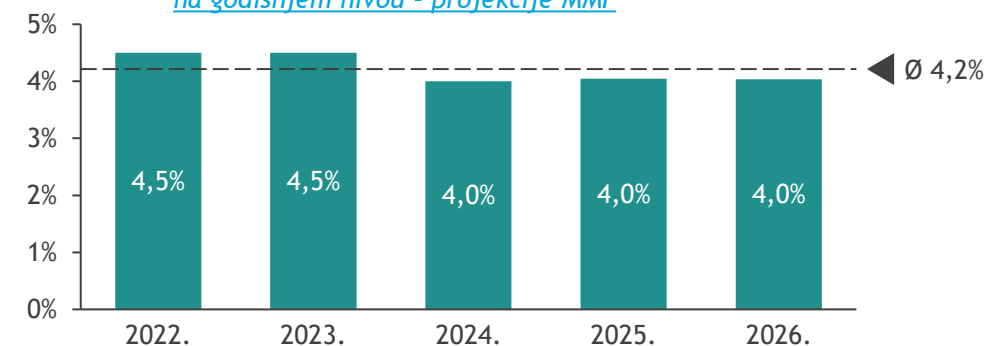
Bruto investicije u osnovna sredstva u 2021. godini pokazuju realan rast od 14,1%, u poređenju sa prethodnom godinom.

Poljoprivredna proizvodnja ostvarila je u 2021. godini pad fizičkog obima od 5,0%. U istom periodu industrijska proizvodnja zabeležila je rast od 6,3%, a prerađivačka industrija rast od 5,5%. Vrednost izvedenih radova u građevinarstvu u 2021. godini beleži realni rast od 17,1%, u odnosu na prethodnu godinu. Promet u trgovini na malo ostvario je realni rast od 9,8%, dok je promet u trgovini na veliko nominalno veći za 22,0%. Spoljnotrgovinska robna razmena, u evrima, u 2021. godini, u odnosu na 2020. pokazuje rast izvoza za 25,5% i rast uvoza za 24,0%. U okviru sektora Usluge smeštaja i ishrane u 2021. godini procenjen je realni rast ugostiteljstva od 72,7%, dok je broj noćenja turista povećan za 29,7%. U 2021. godini u odnosu na 2020. registrovano je povećanje fizičkog obima saobraćaja od 39,9%, a telekomunikacija od 2,9%

Grafikon 11: Realna stopa rasta BDP (u stalnim cenama) na godišnjem nivou - RZS



Grafikon 12: Realna stopa rasta BDP (u stalnim cenama) na godišnjem nivou - projekcije MMF



## F. MAKROEKONOMSKA ANALIZA

### Inflacija

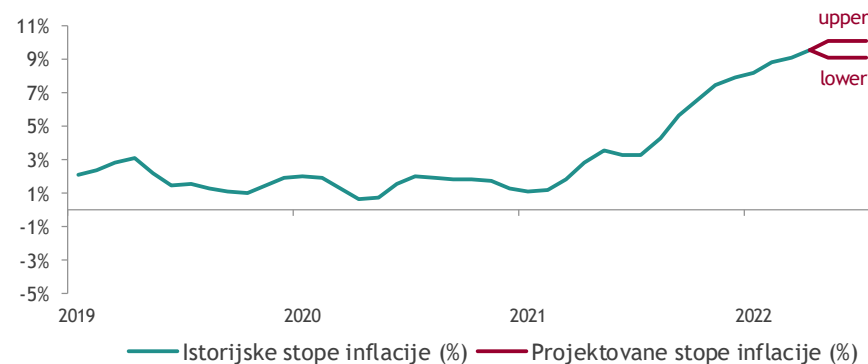
Cene proizvoda i usluga lične potrošnje u aprilu 2022. godine, u odnosu na mart 2022. godine, u proseku su povećane za 1,5%. Potrošačke cene u aprilu 2022. godine, u poređenju sa istim mesecom prethodne godine, povećane su za 9,6%, dok su u poređenju sa decembrom 2021. godine u proseku povećane za 4,3%.

Posmatrano po glavnim grupama proizvoda i usluga klasifikovanih prema nameni potrošnje, u aprilu 2022. godine, u odnosu na prethodni mesec, rast cena je zabeležen u grupama Hrana i bezalkoholna pića (2,7%), Odeća i obuća (2,1%), Transport (1,8%), Restorani i hoteli (1,3%), Rekreacija i kultura (1,2%), Stanovanje, voda, električna energija, gas i ostala goriva (1,0%), Oprema za stan i tekuće održavanje (0,9%) i u grupi Zdravlje (0,6%).

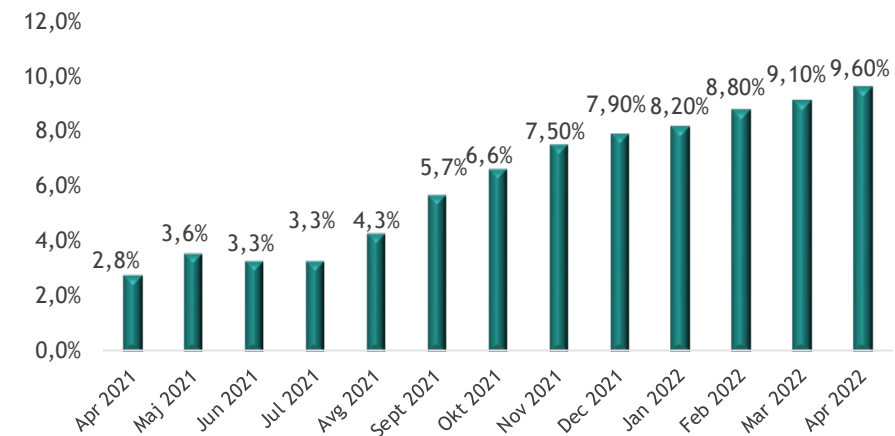
Cene proizvoda i usluga lične potrošnje u novembru 2021. godine, u odnosu na oktobar 2021. godine, u proseku su povećane za 0,9%. Potrošačke cene u novembru 2021. godine, u poređenju sa istim mesecom prethodne godine, povećane su za 7,5%, dok su u poređenju sa decembrom 2020. godine povećane u proseku za 7,4%. Posmatrano po glavnim grupama proizvoda i usluga klasifikovanih prema nameni potrošnje, u novembru 2021. godine, u odnosu na prethodni mesec, rast cena je zabeležen u grupama Hrana i bezalkoholna pića (1,5%), Transport (1,3%), Restorani i hoteli i Odeća i obuća (za po 1,2%), Nameštaj, pokućstvo i tekuće održavanje stana (0,8%), u grupama Stan, voda, električna energija, gas i druga goriva i Zdravstvo (za po 0,6%). Rast cena je zabeležen i u grupama Komunikacije i Obrazovanje (za po 0,1%).

Izvor: RZS.

Grafikon 13: Kretanje inflacije po godinama (%)



Grafikon 14: Godišnja stopa inflacije (%)

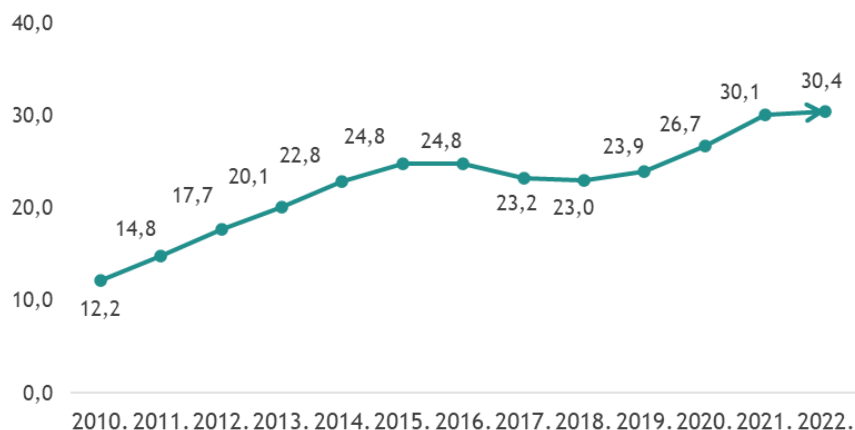




## F. MAKROEKONOMSKA ANALIZA

### Stanje ukupnog duga Srbije

Grafikon 15: Stanje ukupnog duga Srbije (u mil. EUR)

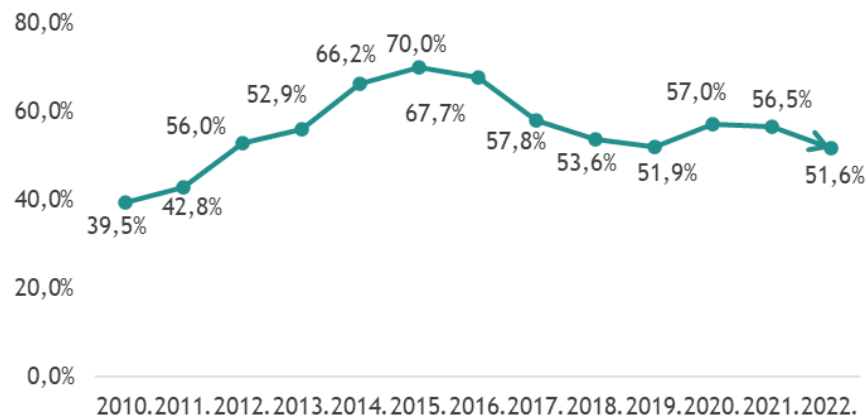


*Napomena: podaci za 2022. se odnose na 31.03.*

Učešće javnog duga u stranoj valuti na kraju marta 2022. godine iznosi 73,9%, od čega u EUR 57,9%, USD 10,9%, SDR 4,1%, CHF 0,2% i ostale strane valute 0,8% (GBP, JPY, DKK, SEK, NOK, AED, KWD, CNY), dok procenat javnog duga u RSD iznosi 26,1%.

U nastavku je predstavljen grafikon koji prikazuje udeo javnog duga Srbije u njenom bruto domaćem proizvodu (BDP). Jedan od kriterijuma iz Matrihta tj. kriterijuma konvergencije je da iznos ukupnog duga države ne bi trebalo da prelazi referentnu vrednost (koja je u Protokolu o postupku u slučaju prekomernog deficita definisana kao 60,00% BDP-a, član 126, stav 2 i 3), osim u slučaju ako se njihova srazmera smanjuje u dovoljnoj meri i približava referentnoj vrednosti zadovoljavajućim tempom.

Grafikon 16: Ukupan dug/BDP Srbije (%)



*Napomena: podaci za 2022. se odnose na 31.03.*

## F. MAKROEKONOMSKA ANALIZA

### Spoljna trgovina

Ukupna spoljnotrgovinska robna razmena Srbije za period mart 2022. godine iznosi 15.147,5 miliona EUR, što je porast od 39,6% u odnosu na isti period prethodne godine.

Izvoz robe, izražen u EUR, imao je vrednost od 6.215,8 miliona, što je rast od 28,5% u poređenju sa istim periodom prethodne godine. Uvoz robe imao je vrednost od 8.931,7 miliona, što predstavlja rast od 48,5% u odnosu na isti period prethodne godine.

Izražen u EUR, deficit iznosi 2.715,9 miliona, što je povećanje od 130,4% u poređenju sa istim periodom prethodne godine. Pokrivenost uvoza izvozom je 69,6% i manja je od pokrivenosti u istom periodu prethodne godine, kada je iznosila 80,4%.

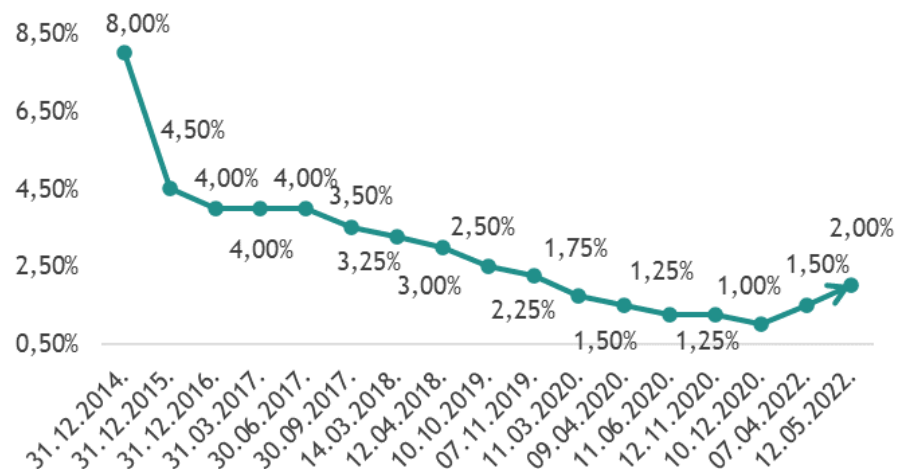
### Zaposlenost i zarade

Prosečna zarada (bruto) obračunata za februar 2022. godine iznosila je 97.392 dinara, dok je prosečna zarada bez poreza i doprinosa (neto) iznosila 70.605 dinara. U periodu januar-februar 2022. godine u odnosu na isti period prošle godine, ostvaren je nominalni rast prosečnih neto zarada od 12,9%. U istom periodu neto zarade su realno porasle za 4,1%. Medijalna neto zarada za februar 2022. godine iznosila je 53.590 dinara, što znači da je 50% zaposlenih ostvarilo zaradu do navedenog iznosa.

Izvor: RZS, NBS.

### Referentna kamatna stopa

Grafikon 17: Referentna kamatna stopa (%)



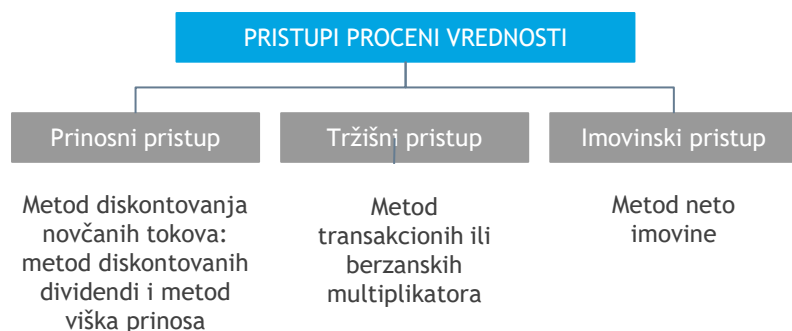
U sledećoj tabeli prikazani su aktuelni kreditni rejtinzi za dugoročno zaduživanje, u stranoj valuti R. Srbije kod navedenih agencija.

	Standard and Poor's	Fitch Ratings	Moody's Investors Service
Rejting	BB+ / pozitivni izgledi	BB+ / stabilni izgledi	Ba2 / stabilni izgledi
Datum	10.12.2021.	25.02.2022.	12.03.2021.

A	PREGLED ANGAŽOVANJA	3
B	KLJUČNI NALAZI	10
C	O DRUŠTVU	14
D	PRIKAZ FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA	19
E	TRŽIŠNA ANALIZA	26
F	MAKROEKONOMSKA ANALIZA	32
<b>G</b>	<b>METODOLOGIJA</b>	<b>37</b>
H	PROCENA VREDNOSTI - PRINOSNI PRISTUP	40
I	PROCENA VREDNOSTI - TRŽIŠNI PRISTUP	48
J	ZAKLJUČIVANJE O VREDNOSTI	53
K	UTVRĐIVANJE DISKONTNE STOPE	56
L	PRILOG	61
M	OGRANIČENJE ODGOVORNOSTI I VAŽNE NAPOMENE	63

### Pristupi kod procene vrednosti

Postoje tri tradicionalna pristupa koji se mogu koristiti kod procena vrednosti: (1) prinosni pristup; (2) tržišni pristup; i (3) imovinski pristup. U okviru ova tri pristupa, postoje različiti metodi koji se mogu koristiti za procenu vrednosti. Sledi pregled ova tri pristupa i pratećih metoda za procenu vrednosti.



#### Prinosni pristup

Prinosni pristup se koristi za utvrđivanje vrednosti na osnovu slobodnih novčanih tokova koje entitet može da generiše u budućnosti. Ovaj pristup koristi metode procene kao što je metod diskontovanja novčanih tokova ili direktne kapitalizacije, odnosno svođenja novčanih tokova na sadašnju vrednost. Diskontovanje podrazumeva primenu stope koja odražava miks prinosa i rizika koji su svojstveni sredstvu koje je predmet procene.

#### Tržišni pristup

Tržišni pristup polazi od tržišnih cena koje su postignute za uporedive kompanije tj. kompanije sa istom/sličnom delatnošću kao i Društvo. Tehnika metoda ovog pristupa je primena multiplikatora tj. racija cene i nekog bilansnog elementa (npr. prihoda, EBITDA, EBIT ili neto dobiti) - na taj isti parametar društva koje je subjekt procene. Ovome prethodi temeljna analiza multiplikatora, a izvor ovih multiplikatora mogu biti berzanski podaci ili relevantne transakcije preuzimanja i spajanja.

#### Imovinski pristup

Glavni metod u okviru imovinskog pristupa je metod neto imovine, gde se na osnovu razlike procenjene vrednosti pojedinačnih delova imovine i obaveza (uključujući i potencijalne obaveze) dolazi do vrednosti kapitala. Ukoliko postoje uslovi za kontinuitet poslovanja, ređe se primenjuje.

**Odabir metodologije.** Za potrebe procene tržišne vrednosti akcija Banke, opredelili smo se da kao ključni u zaključivanju o vrednosti primenimo **metod diskontovanja dividendi** (u okviru prinosnog pristupa). Kao prateći metod, primenili smo i metod viška prinosa (prinosni pristup). Napominjemo da smo **metod berzanskih multiplikatora** (u okviru tržišnog pristupa) primenili **isključivo u ilustrativne svrhe**, uzevši u obzir značajna odstupanja (pretpostavka je da tržišni multiplikatori ne odražavaju stope rasta koje Komercijalna banka očekuje u predstojećem periodu po spajanju sa NLB bankom).

### Vrste novčanih tokova

Prilikom izbora odgovarajuće vrste novčanog toka prema prirodi sredstva ili zadatka, procenitelji moraju uzeti u obzir faktore koji su predstavljeni u nastavku. Dodatno, diskontna stopa i ostali ulazni podaci moraju biti u skladu sa vrstom izabranog novčanog toka.

- Novčani tok koji generiše ukupno sredstvo: investirani novčani tok je novčani tok pre servisiranja dugova (pre plaćanja kamate i glavnice duga). Međutim, mogu se koristiti i drugi nivoi novčanih tokova, kao što su sopstveni novčani tokovi posle servisiranja dugova (nakon plaćanja kamate i glavnice duga) *ili dividende (samo novčani tok koji se distribuira vlasnicima kapitala)*.
- Novčani tok može biti pre poreza ili posle poreza: ako je na bazi posle oporezivanja, primenjena poreska stopa treba da bude konzistentna sa osnovnom vrednosti i u mnogim okolnostima će to biti poreska stopa svih učesnika na tržištu, pre nego stopa koja je specifična za nekog vlasnika.
- Nominalni u odnosi na realni: realni novčani tok ne uzima u obzir inflaciju, dok nominalni novčani tokovi uključuju očekivanja u vezi sa inflacijom. Ako očekivani novčani tok uključuje stopu inflacije, diskontna stopa mora uključivati istu stopu inflacije.
- Valuta: izbor valute koji se koristi može imati uticaj na pretpostavke koje se odnose na inflaciju i rizik. Ovo je naročito tačno na tržištima u razvoju ili kod valuta sa visokim stopama inflacije.

Sva prava povezana sa predmetnim društvom treba razmotriti u proceni, uključujući:

- ❑ *Ako postoji više klasa akcija, procena treba da uzme u obzir prava koje ima svaka klasa*, uključujući, ali ne ograničavajući se na:
  - Preferencije likvidacije,
  - Prava glasa,
  - Odredbe o otkupu, konverziji i učešću,
  - Postaviti i/ili opozvati prava.
- ❑ Kada kontrolni (većinski) vlasnički udeo u društvu može imati veću vrednost od manjinskog udela. Mogu biti primenjive odgovarajuće kontrolne premije ili diskonti zbog nedostatka kontrole, u zavisnosti od metoda procene.

Treba voditi računa da se napravi razlika između prava i obaveza koji su karakteristični za vlasništvo i oni koji se mogu primeniti samo na određenog akcionara (tj. koji se ne mogu primeniti na potencijalnog kupca vlasničkog udela).

A	PREGLED ANGAŽOVANJA	3
B	KLJUČNI NALAZI	10
C	O DRUŠTVU	14
D	PRIKAZ FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA	19
E	TRŽIŠNA ANALIZA	26
F	MAKROEKONOMSKA ANALIZA	32
G	METODOLOGIJA	37
H	PROCENA VREDNOSTI - PRINOSNI PRISTUP	40
I	PROCENA VREDNOSTI - TRŽIŠNI PRISTUP	48
J	ZAKLJUČIVANJE O VREDNOSTI	53
K	UTVRĐIVANJE DISKONTNE STOPE	56
L	PRILOG	61
M	OGRANIČENJE ODGOVORNOSTI I VAŽNE NAPOMENE	63

## H. PROCENA VREDNOSTI - PRINOSNI PRISTUP

### Osnovne pretpostavke - procena običnih akcija

Redni br.	Opis	Pretpostavka
1	Datum procene	23.05.2022. godine
2	Period projektovanja, valuta	<p>Kao primarni input za poslovne projekcije je korišćen biznis plan Banke za period 2022-2026 (poslovni plan se temelji na rezultatima nove, spojene banke). Biznis plan ne uključuje prihode po osnovu izdavanja investicionih nekretnina.</p> <p>Biznis plan uključuje sinergije koje se očekuju po osnovu spajanja dveju banaka.</p> <p>Uzevši u obzir da smo dostavljeni biznis plan primenili za eksplicitni period projektovanja, u periodu stabilizacije smo projekciju dobiti nakon poreza vršili na način da reflektuje normalizovan prinos na kapital Banke.</p> <p>Obračun rezidualne vrednosti je opisan na narednoj strani.</p>
3	Finansijski podaci (projekcija dobitka pre poreza)	<p>U nastavku su ključne pretpostavke iz Strategije i plana poslovanja Banke za period 2022-2026:</p> <ul style="list-style-type: none"><li>• Presentovani podaci se odnose na spojenu banku;</li><li>• Značajno poboljšanje u svim važnim pokazateljima poslovanja (KPI) koji pokazuju bolji učinak od tržišta;</li><li>• Promena strukture aktive, uz snažan rast kreditne aktivnosti u svim segmentima poslovanja i značajno povećanje tržišnog učešća u kreditima;</li><li>• Kontinuiran, ali sporiji rast depozitnog potencijala u cilju održavanja tržišnog učešća, uz smanjenje likvidnih sredstava, uključujući hartije od vrednosti koje će finansirati značajan deo rasta kreditnog portfolija;</li><li>• Maksimalna iskorišćenost angažovanog kapitala, isplata dividendi u svim godinama (osim u 2022. godini) uz održavanje adekvatnosti kapitala u skladu sa propisanim limitima;</li><li>• Unapređenje usluga i proizvoda u skladu sa tržišnim trendovima, uključujući nastavak rasta udela digitalnih kanala prodaje;</li><li>• Reorganizacija i rebrandiranje poslovne mreže kako bi se odgovorilo na potrebe klijenata;</li><li>• Optimizacija broja zaposlenih u skladu sa najboljom poslovnom praksom.</li></ul>

## H. PROCENA VREDNOSTI - PRINOSNI PRISTUP

### Osnovne pretpostavke - procena običnih akcija (nastavak)

Redni br.	Opis	Pretpostavka
4	Regulatorni zahtevi	Biznis plan koji nam je dostavljen od strane Banke predviđa ispunjavanje regulatornih zahteva.
5	Datum isplate dividendi	Datum koji je korišćen kao pretpostavljeni datum isplate dividendi (iz dobiti prethodne fiskalne godine) je 30.06. svake godine.
6	Stopa isplate dividendi	<p>Stopa isplate dividendi je definisana tako da omogući očuvanje minimalne stope adekvatnosti kapitala, u skladu sa Odlukom o adekvatnosti kapitala donetom od strane NBS. Stopa isplate dividendi je projektovana na nivou od 100% u okviru Strategije i plana poslovanja Banke za period 2022-2026. U periodu stabilizacije (2027-2029) smo stopu isplate dividendi zadržali na istom nivou.</p> <p>Što se tiče pokazatelja adekvatnosti, Odluka o adekvatnosti kapitala propisuje da nakon isplate dividende, pokazatelj adekvatnosti kapitala ne sme da bude ispod propisanog minimuma. Narodna banka Srbije je kroz SREP proces Banci propisala sledeće limite:</p> <ul style="list-style-type: none"><li>• Ukupan supervizorski zahtev za kapitalom: 12,16% (ukoliko PAK padne ispod ovog nivoa banka se smatra potkapitalizovanom);</li><li>• Sveobuhvatni zahtev za kapitalom: 18,43% (sadrži u sebi i zaštitne slojeve kapitala koje je Banka dužna da održava).</li></ul> <p><i>Pored ova dva limita propisana od strane NBS, postoji i interni limit propisan rizičnim apetitom Banke, i on prema navodima Banke iznosi 19,43% za ukupan kapital (uvećan za 1 p.p. u odnosu na sveobuhvatni zahtev NBS).</i></p>
7	Obračun rezidualne vrednosti	U obračunu rezidualne vrednosti je primenjena tzv. McKinsey formula odnosno formula na bazi pokretača vrednosti, a ukupna stopa rasta je definisana na bazi nominalne stope raste tj. dugoročne stope inflacije u Evrozoni i realne stope rasta BDP u Srbiji fiksirane na osnovu analize istorijskih stopa prema RZS i projektovanih stopa prema MMF. Stopa zadržavanja dobiti u rezidualnom periodu je definisana na bazi ciljnog prinosa na kapital Banke i ukupne stope rasta (iznad objašnjene).



## H. PROCENA VREDNOSTI - PRINOSNI PRISTUP

### Osnovne pretpostavke - procena običnih akcija (nastavak)

Redni br.	Opis	Pretpostavka
8	Porez na dobit	U obračunu smo direktno pošli od inputa Banke o dobiti nakon poreza (Banka je u svom biznis planu već uključila neiskorišćene poreske kredite).
9	Diskontovanje	Diskontni faktori odražavaju pretpostavku da se 30.06. svake godine vrši isplata dividendi, na osnovu dobitka iz prethodne fiskalne godine.
10	Diskontna stopa	Za projekcije je korišćena nominalna diskontna stopa (kompatibilnost sa projektovanim nominalnim novčanim tokovima). Kao diskontna stopa je korišćena cena sopstvenog kapitala (engl. Cost of Equity), jer dividende predstavljaju prinos koji pripada vlasnicima sopstvenog kapitala. Detaljnija kalkulacija diskontne stope prikazana je u okviru sekcije „Utvrdjivanje diskontne stope“.
11	Kapital	Operativni kapital je uvećan za plasmane (investicije u pridružena i zavisna društva) i investicione nekretnine, da bi se dobio ukupan kapital.

## H. PROCENA VREDNOSTI - PRINOSNI PRISTUP

### Obične akcije - Metod diskontovanih dividendi

Tabela 13: Procena tržišne vrednosti obične akcije Banke

u 000 EUR

Opis	2021.	2022.	2023.	2024.	2025.	2026.	2027.	2028.	2029.	Rezidualni period
Dobit posle poreza - ukupno	31.008	57.703	74.625	91.328	119.308	132.878				
Dividenda pref. akcije	60	57	70	77	82	82				
Dobit posle poreza - obične akcije	30.948	57.646	74.555	91.251	119.226	132.796	129.186	120.571	119.278	
Stopa isplate dividendi		0,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	65,58%
Isplaćene dividende (na dobit p. g.)		0	57.646	74.555	91.251	119.226	132.796	129.186	120.571	
Rezidualna vrednost dividendi									688.649	
<b>Prinos na kapital (ROE)</b>		<b>8,19%</b>	<b>10,07%</b>	<b>12,05%</b>	<b>15,29%</b>	<b>16,59%</b>	<b>16,00%</b>	<b>15,00%</b>	<b>15,00%</b>	
Datum procene	23.05.2022.									
Datum isplate dividende (iz dobiti p. g.)		30.06.2022.	30.06.2023.	30.06.2024.	30.06.2025.	30.06.2026.	30.06.2027.	30.06.2028.	30.06.2029.	
Diskontni eksponent (u godinama)		0,10	1,10	2,10	3,10	4,10	5,10	6,10	7,10	
Cena sopstvenog kapitala (nominalna)	16,52%									
Diskontni faktor		0,98	0,84	0,72	0,62	0,53	0,46	0,39	0,34	
Sadašnja vred. dividendi		0	48.691	54.044	56.767	63.654	60.846	50.799	40.689	
Sadašnja vred. rezidual. vred. dividendi									232.398	

<b>Kapital - obične akcije (000 EUR)</b>	<b>607.889</b>
Plus: plasmani i inv. nekretnine	36.792
<b>Ukupan kapital (000 EUR)</b>	<b>644.680</b>
<b>Ukupan kapital (000 RSD)</b>	<b>75.752.644</b>

Broj običnih akcija 18.476.386

<b>Tržišna vrednost 1 obične akcije (EUR)</b>	<b>34,89</b>
<b>Tržišna vrednost 1 obične akcije (RSD)</b>	<b>4.099,97</b>

Izvor: BDO kalkulacija.

Stopa isplate dividendi je projektovana na nivou od 100% u okviru Strategije i plana poslovanja Banke za period do 2026. (na osnovu razgovora sa Menadžmentom, pretpostavili smo da u 2022. godini neće biti isplate dividendi iz dobiti 2021. godine).

U periodu stabilizacije (2027-2029), stopu isplate dividendi smo zadržali na istom nivou, uz paralelnu analizu pokazatelja adekvatnosti kapitala, gde smo ustanovili da stopa isplate dividende od 100% ne narušava adekvatnost ukupnog kapitala (odnos regulatornog kapitala i rizične aktive ne pada ispod internog kriterijuma od 19,43%).

#### Pretpostavke za rezidualni period

Stopa rasta	5,16%
<b>Ciljni ROE</b>	<b>15,00%</b>
Stopa zadržavanja dobiti	34,42%

## H. PROCENA VREDNOSTI - PRINOSNI PRISTUP

### Obične akcije - Metod diskontovanih dividendi (nastavak)

U nastavku su pretpostavke za obračun dividendi na preferencijalne akcije (korišćene kao jedan od inputa u proceni običnih akcija):

- Ukupna dobit posle poreza je preuzeta iz biznis plana Banke (projektovana na temelju očekivanih rezultata spojene Banke);
- Banka ima 373.510 preferencijalne vrednosti nominalne vrednosti od 1.000 RSD po akciji;
- Stopa prinosa na preferencijalne akcije je preuzeta iz biznis plana Banke (u visini očekivane kamatne stope na oročene dinarske štedne depozite).

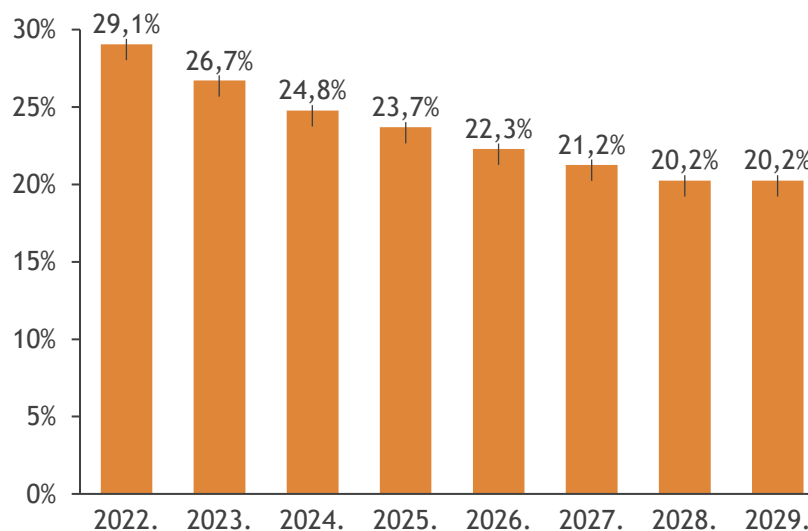
Tabela 14: Obračun dividendi na preferencijalne akcije

Opis	2022.	2023.	2024.	2025.	2026.
Uk. dob. posle poreza 000 EUR	57.703	74.625	91.328	119.308	132.878
Br. preferencijalnih akcija	373.510				
Nominal. vred. po akciji RSD	1.000				
Uk. vred. pref. akcija 000 RSD	373.510	373.510	373.510	373.510	373.510
Stopa prinosa na pref. ak. (%)	1,80%	2,20%	2,44%	2,60%	2,60%
Dividenda pref. akcija 000 RSD	6.723	8.217	9.114	9.711	9.711
Dividenda pref. akcija 000 EUR	57	70	77	82	82
Dob. posle por. - obične ak. 000 EUR	57.646	74.555	91.251	119.226	132.796

Izvor: BDO kalkulacija, na osnovu inputa Banke.

Uvidom u bazu NBS, proverili smo da su kamatne stope na dinarske depozite oročene na period do 1 godine za stanovništvo bile na nivou 1,70% u martu 2022. godine, a za nefinansijska pravna lica 1,87%.

Grafikon 18: Analiza adekvatnosti ukupnog kapitala



Izvor: BDO kalkulacija.

Na osnovu analize adekvatnosti ukupnog kapitala, može se konstatovati da adekvatnost kapitala nije narušena dinamikom isplate dividendi od 100% u eksplisicnom periodu i periodu stabilizacije (iznad praga koji propisuju interni akti Banke na nivou 19,43% za ukupan kapital - može se smatrati da je ujedno pokriven i niži kriterijum za Stub 1).

## H. PROCENA VREDNOSTI - PRINOSNI PRISTUP

### Obične akcije - Metod viška prinosa (prateći metod)

Tabela 15: Analiza stvaranja vrednosti

u 000 EUR

Opis	2022.	2023.	2024.	2025.	2026.	2027.	2028.	2029.	Rezidualni period
Dobit posle poreza	57.646	74.555	91.251	119.226	132.796	129.186	120.571	119.278	
ROE (stopa prinosa na kapital)	8,5%	10,2%	12,2%	15,6%	16,7%	16,0%	15,0%	15,0%	
Troškovi sopstvenog kapitala	(111.460)	(120.984)	(123.778)	(126.536)	(131.158)	(133.400)	(132.804)	(131.380)	
Kapital korigovan za zadržanu dobit	674.619	732.264	749.174	765.869	793.844	807.414	803.805	795.189	
Cena sopstvenog kapitala	16,52%	16,52%	16,52%	16,52%	16,52%	16,52%	16,52%	16,52%	
Višak prinosa	(53.814)	(46.429)	(32.527)	(7.310)	1.638	(4.214)	(12.233)	(12.102)	
Rezidualna vrednost viška prinosa									(106.540)
Diskontna stopa	16,52%								
Diskontni eksponent	0,10	1,10	2,10	3,10	4,10	5,10	6,10	7,10	
Diskontni faktor	0,98	0,84	0,72	0,62	0,53	0,46	0,39	0,34	
Stopa nominalnog rasta	5,16%								
Sadašnja vrednost viška prinosa	(52.964)	(39.216)	(23.578)	(4.548)	874	(1.931)	(4.810)	(4.084)	
Sadašnja vrednost rez. vred. viška prinosa									(35.954)

Izvor: BDO kalkulacija.

Analiza na osnovu primene metoda viška vrednosti izvršena je isključivo u funkciji sagledavanja u kom periodu Banka dobija ili gubi na vrednosti, tj. da li dobitak pokriva oportunitetni trošak sopstvenog kapitala.

Vrednost viška prinosa je dobijena na način što su na dobit posle poreza (input koji je već prikazan u okviru metoda diskontovanih dividendi) dodati troškovi sopstvenog kapitala (koji su obračunati na osnovu primene diskontne stope tj. cene sopstvenog kapitala na kapital korigovan za zadržanu dobit - zadržana dobit podrazumeva onu dobit nakon isplate dividendi).

Teorijski posmatrano, ovaj metod podrazumeva reflektovanje oportunitetnih troškova kapitala.

## H. PROCENA VREDNOSTI - PRINOSNI PRISTUP

47

### Preferencijalne akcije - Metod diskontovanih dividendi

Tabela 16: Procena tržišne vrednosti preferencijalnih akcije Banke

Opis	2021.	2022.	2023.	2024.	2025.	2026.	2027.	2028.	2029.	Rezidualni period
Dividenda pref. akcije RSD	7.096.690	6.723.180	8.217.220	9.113.644	9.711.260	9.992.887	10.282.680	10.580.878	10.887.723	
Stopa isplate dividendi		0,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Isplaćene dividende		0	6.723.180	8.217.220	9.113.644	9.711.260	9.992.887	10.282.680	10.580.878	
Rezidualna vrednost dividendi									404.457.308	
Datum procene	23.05.2022.									
Datum isplate dividende		30.06.2022.	30.06.2023.	30.06.2024.	30.06.2025.	30.06.2026.	30.06.2027.	30.06.2028.	30.06.2029.	
Diskontni eksponent (u godinama)		0,10	1,10	2,10	3,10	4,10	5,10	6,10	7,10	
Diskontna stopa (nominalna)	5,67%									
Diskontni faktor		0,99	0,94	0,89	0,84	0,80	0,75	0,71	0,68	
Sadašnja vred. dividendi		0	6.326.004	7.316.913	7.679.684	7.744.175	7.541.171	7.343.490	7.150.990	
Sadašnja vred. rezidual. vred. dividendi									273.348.775	
<b>Kapital - pref. akcije (RSD)</b>	<b>324.451.201</b>									
<b>Kapital - pref. akcije (EUR)</b>	<b>2.761.188</b>									
Broj preferencijalnih akcija	373.510									
<b>Tržišna vrednost 1 pref. akcije (RSD)</b>	<b>868,65</b>									
<b>Tržišna vrednost 1 pref. akcije (EUR)</b>	<b>7,39</b>									

Izvor: BDO kalkulacija.

U nastavku su ključne pretpostavke:

- Stopa rasta u periodu stabilizacije i rezidualnom periodu svedena na nivo projektovane inflacije u RSD (bez realnog rasta);
- Diskontna stopa definisana putem build-up metoda (polazeći od stope prinosa na državne HOV u RSD, uz korekciju za premiju za rizik preferencijalnih akcija, koja je definisana na nižem nivou u odnosu na premiju za obične akcije, jer preferencijalne akcije povlače niži stepen rizika, zbog karakteristika i sličnosti sa obveznicama u kontekstu sigurnosti prinosa);
- Stopa isplate dividendi definisana na nivou od 100% (i u rezidualnom periodu), uzevši u obzir prava koja imaju preferencijalne akcije.

A	PREGLED ANGAŽOVANJA	3
B	KLJUČNI NALAZI	10
C	O DRUŠTVU	14
D	PRIKAZ FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA	19
E	TRŽIŠNA ANALIZA	26
F	MAKROEKONOMSKA ANALIZA	32
G	METODOLOGIJA	37
H	PROCENA VREDNOSTI - PRINOSNI PRISTUP	40
I	PROCENA VREDNOSTI - TRŽIŠNI PRISTUP	48
J	ZAKLJUČIVANJE O VREDNOSTI	53
K	UTVRĐIVANJE DISKONTNE STOPE	56
L	PRILOG	61
M	OGRANIČENJE ODGOVORNOSTI I VAŽNE NAPOMENE	63

# I. PROCENA VREDNOSTI - TRŽIŠNI PRISTUP

## Metod transakcionih i berzanskih multiplikatora

Prema IVS, tržišni pristup obezbeđuje indikaciju vrednosti poređenjem sredstva sa identičnim ili uporedivim (sličnim) sredstvima za koje je informacija o ceni dostupna.

Tržišni pristup treba primeniti i dodeliti mu značajan ponder u sledećim okolnostima:

- Predmetno sredstvo je nedavno prodato u transakciji koja je prikladna za razmatranje pri odabranoj osnovi vrednosti;
- Predmetnim sredstvom ili značajno sličnim sredstvima se aktivno javno trguje; i/ili
- Postoje česte i/ili očigledne transakcije značajno sličnih sredstava.

Osim navedenih kriterijuma, procenitelj treba da razmotri i sledeće:

- Transakcije koje uključuju slična sredstva nisu dovoljno vremenski blizu, imajući u vidu nivo volatilnosti i aktivnosti na tržištu;
- Sredstvom ili značajno sličnim sredstvima se javno trguje, ali ne aktivno;
- Informacije o tržišnim transakcijama su dostupne, ali uporediva sredstva imaju značajne razlike u odnosu na predmetno sredstvo, što potencijalno zahteva subjektivna podešavanja;
- Informacije o nedavnim transakcijama nisu pouzdane (npr. iz druge ruke, nedostajuće informacije, kupac koji ostvaruje sinergije, transakcija koja je između povezanih strana, prodaja iz nenaplativih plasmana, itd.);
- Ključni element koji utiče na vrednost sredstva je cena koja bi se postigla na tržištu, a ne troškovi reprodukcije ili njegove sposobnosti za generisanje prihoda.

Izvor: IVS.

Nekoliko od mnogih uobičajenih jedinica poređenja koje se koriste u procenama u bankarstvu uključuju **P/B multiplikator**, **P/E multiplikator**, **itd.**

Tri najčešća izvora podataka koja se koriste za procenu kapitala i udela koristeći tržišni pristup su:

- Javna berzanska tržišta na kojima se trguje vlasničkim interesima sličnih entiteta;
- Tržište akvizicija na kojem se kupuju i prodaju kompanije ili kontrolni interesi u kompanijama; i
- Prethodni prometi akcija ili ponude za kupovinu vlasništva u predmetnom društvu.

U tržišnom pristupu mora postojati razumna osnova za upoređivanje i oslanjanje na slične kompanije. Ove slične kompanije treba da budu u istoj industriji kao predmetno privredno društvo ili u industriji koja odgovara istim ekonomskim varijablama. Faktori koje treba uzeti u obzir prilikom ocene da li postoji razumna osnova za poređenje uključuju:

- Sličnost sa predmetnim društvom u smislu kvalitativnih i kvantitativnih karakteristika poslovanja;
- Količina i verodostojnost podataka o sličnoj kompaniji; i
- Da li cena za sličnu kompaniju predstavlja redovnu transakciju koja je između nepovezanih lica.

U ovom slučaju, nismo identifikovali odgovarajuće transakcije, te smo koristili isključivo multiplikatore sa berzi za uporedive banke.

# I. PROCENA VREDNOSTI - TRŽIŠNI PRISTUP

## Uzorak

1) Banco Santander S.A. (Španija)



Tržišna kapitalizacija: 48.058 mil. EUR

2) Intesa Sanpaolo S.p.A. (Italija)



Tržišna kapitalizacija: 37.861 mil. EUR

3) Credit Agricole (Francuska)



Tržišna kapitalizacija: 31.386 mil. EUR

4) UniCredit S.p.A. (Italija)



Tržišna kapitalizacija: 19.490 mil. EUR

5) CaixaBank SA (Španija)



Tržišna kapitalizacija: 24.869 mil. EUR

6) Skandinaviska Enskilda Banken AB (Švedska)



Tržišna kapitalizacija: 23.029 mil. EUR

7) Erste Group Bank AG (Austrija)



Tržišna kapitalizacija: 12.029 mil. EUR

8) PKO Bank Polski SA (Poljska)

Tržišna kapitalizacija: 8.762 mil. EUR

9) OTP Bank Nyrt (Mađarska)

Tržišna kapitalizacija: 7.830 mil. EUR

10) Mediobanca S.p.A. (Italija)

Tržišna kapitalizacija: 8.284 mil. EUR

11) Komerčni Banka as (Češka)

Tržišna kapitalizacija: 5.948 mil. EUR

12) Eurobank Ergasias Services & Holdings SA (Grčka)

Tržišna kapitalizacija: 3.708 mil. EUR

13) Bank BGZ BNP Paribas SA (Poljska)

Tržišna kapitalizacija: 2.118 mil. EUR



14) Bank Millennium SA (Poljska)

Tržišna kapitalizacija: 1.305 mil. EUR

15) Bank Handlowy w Warszawie S.A. (Poljska)

Tržišna kapitalizacija: 1.666 mil. EUR

16) ProCredit Holding AG & Co. KGaA (Nemačka)

Tržišna kapitalizacija: 209 mil. EUR

17) Helgeland Sparebank Asa (Norveška)

Tržišna kapitalizacija: 350 mil. EUR



ProCredit Bank





# I. PROCENA VREDNOSTI - TRŽIŠNI PRISTUP

## Metod berzanskih multiplikatora

Tabela 17: Procena tržišne vrednosti običnih akcija Banke putem Price-to-Book (P/B) racija

Red. br	Uzorak	P/B multiplikator	Implic. stopa kapitalizacije (1/PB)	Razlika u premiji za rizik zemlje	Korigovana stopa kapitalizacije	Korigovani P/B multiplikator
1	PKO Bank Polski SA	0,92	109,1%	1,70%	110,8%	0,90
2	Intesa Sanpaolo S.p.A.	0,62	161,6%	0,90%	162,5%	0,62
3	Skandinaviska Enskilda Banken	1,20	83,4%	2,70%	86,1%	1,16
4	CaixaBank SA	0,67	148,8%	1,40%	150,2%	0,67
5	Helgeland Sparebank Asa	0,97	103,6%	2,70%	106,3%	0,94
6	OTP Bank Nyrt	0,92	108,9%	1,10%	110,0%	0,91
7	Credit Agricole	0,50	201,9%	1,90%	203,8%	0,49
8	Erste Group Bank AG	0,75	133,5%	2,20%	135,7%	0,74
9	ProCredit Holding AG	0,27	366,7%	2,70%	369,4%	0,27
10	Eurobank Ergasias Services	0,60	166,7%	0,90%	167,6%	0,60
11	UniCredit S.p.A.	0,33	301,5%	0,90%	302,4%	0,33
12	Bank Millennium SA	0,76	131,5%	1,70%	133,2%	0,75
13	Mediobanca S.p.A.	0,72	139,1%	0,90%	140,0%	0,71
14	Komercni Banka as	1,12	89,6%	2,40%	92,0%	1,09
15	Bank Handlowy w Warszawie S.A.	0,94	106,9%	1,70%	108,6%	0,92
16	Banco Santander S.A.	0,50	198,7%	1,40%	200,1%	0,50
17	Bank BGZ BNP Paribas SA	0,73	136,6%	1,70%	138,3%	0,72
Harmonijska sredina P/B multiplikatora						0,63
Kapital - obične akcije 23.05.2022. 000 EUR						674.619
<b>Procenjeni kapital 000 EUR</b>						<b>422.093</b>
Plus: plasmani i inv. nekretnine						36.792
<b>Uk. procenjena vred. kapitala 000 EUR</b>						<b>458.885</b>
<b>Uk. procenjena vred. kapitala 000 RSD</b>						<b>53.920.868</b>
Broj akcija (nova, spojena banka)						18.476.386
<b>Vrednost po običnoj akciji EUR</b>						<b>24,84</b>
<b>Vrednost po običnoj akciji RSD</b>						<b>2.918,37</b>

Izvor za multiplikatore je InfrontAnalytics. Korigovani P/B multiplikatori su računati kao recipročna vrednost korigovanih stopa kapitalizacije, a umesto aritmetičke sredine smo koristili harmonijsku sredinu za računanje multiplikatora na bazi uzorka, prvenstveno iz razloga da bi svakom od multiplikatora dodelili jednak ponder, kako bi se eliminisao uticaj ekstremnih vrednosti.

Za potrebe računanja razlike u premiji na rizik zemlje je korišćena baza podataka Kroll.

Tržišni pristup je primenjen isključivo u ilustrativne svrhe tj. nije uzet u obzir prilikom zaključivanja o konačnoj vrednosti, imajući u vidu značajnu razliku u rezultatima na osnovu primene multiplikatora u odnosu na rezultate po osnovu metoda diskontovanja dividendi (smatramo da tržišni multiplikatori ne reflektuju stope rasta koje Banka očekuje da će postići u predstojećem periodu), kao i sukob Rusije i Ukrajine, te uticaj geopolitičke krize na stanje privrede, finansijskog sektora i berzi.

# I. PROCENA VREDNOSTI - TRŽIŠNI PRISTUP

## Metod berzanskih multiplikatora (nastavak)

Tabela 18: Procena tržišne vrednosti običnih akcija Banke putem Price-to-Earnings (P/E) racija

Red. br	Uzorak	P/E multiplikator	Implic. stopa kapitalizacije (1/PE)	Razlika u premiji za rizik zemlje	Korigovana stopa kapitalizacije	Korigovani P/E multiplikator
1	PKO Bank Polski SA	7,08	14,1%	1,70%	15,8%	6,32
2	Intesa Sanpaolo S.p.A.	8,68	11,5%	0,90%	12,4%	8,05
3	Skandinaviska Enskilda Banken	10,97	9,1%	2,70%	11,8%	8,46
4	CaixaBank SA	10,60	9,4%	1,40%	10,8%	9,23
5	Helgeland Sparebank Asa	9,41	10,6%	2,70%	13,3%	7,50
6	OTP Bank Nyrt	8,04	12,4%	1,10%	13,5%	7,39
7	Credit Agricole	7,17	13,9%	1,90%	15,8%	6,31
8	Erste Group Bank AG	6,85	14,6%	2,20%	16,8%	5,95
9	ProCredit Holding AG	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
10	Eurobank Ergasias Services	7,30	13,7%	0,90%	14,6%	6,85
11	UniCredit S.p.A.	6,15	16,3%	0,90%	17,2%	5,82
12	Bank Millennium SA	5,45	18,3%	1,70%	20,0%	4,99
13	Mediobanca S.p.A.	9,61	10,4%	0,90%	11,3%	8,84
14	Komercni Banka as	9,63	10,4%	2,40%	12,8%	7,82
15	Bank Handlowy w Warszawie S.A.	12,33	8,1%	1,70%	9,8%	10,20
16	Banco Santander S.A.	5,71	17,5%	1,40%	18,9%	5,28
17	Bank BGZ BNP Paribas SA	7,37	13,6%	1,70%	15,3%	6,55
Harmonijska sredina P/E multiplikatora						6,95
Neto dobit 2022. 000 EUR						57.703
<b>Procenjeni kapital 000 EUR</b>						<b>400.887</b>
Plus: plasmani i inv. nekretnine						36.792
<b>Uk. procenjena vred. kapitala 000 EUR</b>						<b>437.679</b>
<b>Uk. procenjena vred. kapitala 000 RSD</b>						<b>51.429.114</b>
Broj akcija (nova, spojena banka)						18.476.386
<b>Vrednost po običnoj akciji EUR</b>						<b>23,69</b>
<b>Vrednost po običnoj akciji RSD</b>						<b>2.783,51</b>

Tržišni pristup je primenjen isključivo u ilustrativne svrhe tj. nije uzet u obzir prilikom zaključivanja o konačnoj vrednosti, imajući u vidu značajnu razliku u rezultatima na osnovu primene multiplikatora u odnosu na rezultate po osnovu metoda diskontovanja dividendi (smatramo da tržišni multiplikatori ne reflektuju stope rasta koje Banka očekuje da će postići u predstojećem periodu), kao i sukob Rusije i Ukrajine, te uticaj geopolitičke krize na stanje privrede, finansijskog sektora i berzi.



A	PREGLED ANGAŽOVANJA	3
B	KLJUČNI NALAZI	10
C	O DRUŠTVU	14
D	PRIKAZ FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA	19
E	TRŽIŠNA ANALIZA	26
F	MAKROEKONOMSKA ANALIZA	32
G	METODOLOGIJA	37
H	PROCENA VREDNOSTI - PRINOSNI PRISTUP	40
I	PROCENA VREDNOSTI - TRŽIŠNI PRISTUP	48
J	ZAKLJUČIVANJE O VREDNOSTI	53
K	UTVRĐIVANJE DISKONTNE STOPE	56
L	PRILOG	61
M	OGRANIČENJE ODGOVORNOSTI I VAŽNE NAPOMENE	63

## J. ZAKLJUČIVANJE O VREDNOSTI

### Pregled rezultata

Prilikom procene vrednosti, primenili smo prinosni pristup tj. metod diskontovanja dividendi gde se vrednost kapitala dobija na bazi sadašnje vrednosti projektovanih dividendi. Takođe, primenjen je i tržišni pristup, i to *isključivo u ilustrativne svrhe* tj. nije uzet u obzir prilikom zaključivanja o vrednosti, imajući u vidu disperziju u okviru uzorka i značajnu razliku u rezultatima na bazi dvaju multiplikatora (P/B i P/E) u odnosu na metod diskontovanja dividendi. Naime, mišljenja smo da tržišni multiplikatori ne reflektuju stope rasta koje Banka očekuje da će postići u predstojećem periodu, te da je u ovom slučaju adekvatniji metod diskontovanja dividendi, stoga mu je dodeljen ponder od 100%.

U nastavku su ključne pretpostavke iz Strategije i plana poslovanja Banke za period 2022-2026 prihvaćene u metodu diskontovanja dividendi:

- Podaci se odnose na novu banku nastalu spajanjem Komercijalne banke a.d. i NLB banke a.d. (prisutni su efekti sinergije);
- Planirano poboljšanje u svim važnim pokazateljima poslovanja (bolji učinak od tržišta);
- Promena strukture aktive, uz snažan rast kreditne aktivnosti u svim segmentima poslovanja i značajno povećanje tržišnog učešća u kreditima;
- Kontinuiran rast depozitnog potencijala u cilju održavanja tržišnog učešća;
- Maksimalna iskorišćenost angažovanog kapitala, isplata dividendi u svim godinama *uz održavanje adekvatnosti kapitala* u skladu sa propisanim limitima.

Na osnovu pretpostavki koje su predstavljene u okviru sekcija „Procena vrednosti“, u nastavku je rezime procenjene tržišne vrednosti obične i preferencijalne akcije Banke.

Tabela 19: Procenjena tržišna vrednost obične i preferencijalne akcije Banke

Red. br.	Metod procene	Procenjena tržišna vrednost 1 akcije (RSD)	Procenjena tržišna vrednost 1 akcije (EUR)
1	Obične akcije - Metod diskontovanih dividendi	4.099,97	34,89
2	Obične akcije - Metod uporedivih banaka primenom P/B racija	2.918,37	24,84
3	Obične akcije - Metod uporedivih banaka primenom P/E racija	2.783,51	23,69
4	Preferencijalne akcije - Metod diskontovanih dividendi	868,65	7,39
<b>Usvojena vrednost 1 obične akcije</b>		<b>4.099,97</b>	<b>34,89</b>
<b>Usvojena vrednost 1 preferencijalne akcije</b>		<b>868,65</b>	<b>7,39</b>

Izvor: BDO kalkulacija.

## J. ZAKLJUČIVANJE O VREDNOSTI

### Mišljenje o vrednosti

Imajući u vidu značaj procena vrednosti, kao i odgovornost procenitelja, smatramo da je ključno da napomenemo da se procene vrednosti na definisani datum odnose isključivo na određeni trenutak u vremenu. U međuvremenu, tržišni uslovi mogu da se promene. Slična logika važi i kod izbora metodologije. Metodi primenjeni u jednom slučaju ne moraju nužno da budu adekvatni i u svim drugim slučajevima, te se odlučivanju o metodologiji pristupa u zavisnosti od situacije.

Za potrebe zaključivanja o tržišnoj vrednosti obične akcije Banke, usvojena je procenjena vrednost dobijena na osnovu primene metoda diskontovanih dividendi (prinosni pristup). Na osnovu svih uvažених pretpostavki, mišljenja smo da sledeći iznosi reflektuju tržišnu vrednost običnih akcija:

Tržišna vrednost običnog kapitala  
75.752.644.303 RSD  
Tržišna vrednost običnog kapitala  
644.680.312 EUR  
Tržišna vrednost obične akcije  
4.099,97 RSD  
Tržišna vrednost obične akcije  
34,89 EUR

po kursu na dan 23.05.2022. godine: 1 EUR = 117,5042 RSD

Data tržišna vrednost akcije predstavlja tzv. *manjinsku, utrživu vrednost akcije*. Budući da su akcije listirane na berzi i da je korišćen prinosni pristup u proceni, vrednost je po definiciji utrživa, pa nismo koristili nikakav diskont za neutrživost.

Takođe, smatramo da usled visokog nivoa regulisanosti bankarske industrije i korporativnog upravljanja, smatramo da nema razlika između novčanog toka koji bi pripao vlasniku akcija kao deo kontrolnog udela i vlasniku akcija kao deo manjinskog udela, pa nismo primenili nikakav diskont za nedostatak kontrole.

*Napominjemo da (nova, spojena) Banka ima 18.476.386 običnih akcija, a 373.510 preferencijalnih akcija.*

Zaključak o procenjenoj tržišnoj vrednosti preferencijalne akcije Banke formiran je na osnovu primene metoda diskontovanih dividendi (prinosni pristup). U nastavku su rezultati:

Tržišna vrednost preferencijalnog kapitala  
324.451.201 RSD  
Tržišna vrednost preferencijalnog kapitala  
2.761.188 EUR  
Tržišna vrednost preferencijalne akcije  
868,65 RSD  
Tržišna vrednost preferencijalne akcije  
7,39 EUR

A	PREGLED ANGAŽOVANJA	3
B	KLJUČNI NALAZI	10
C	O DRUŠTVU	14
D	PRIKAZ FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA	19
E	TRŽIŠNA ANALIZA	26
F	MAKROEKONOMSKA ANALIZA	32
G	METODOLOGIJA	37
H	PROCENA VREDNOSTI - PRINOSNI PRISTUP	40
I	PROCENA VREDNOSTI - TRŽIŠNI PRISTUP	48
J	ZAKLJUČIVANJE O VREDNOSTI	53
K	UTVRĐIVANJE DISKONTNE STOPE	56
L	PRILOG	61
M	OGRANIČENJE ODGOVORNOSTI I VAŽNE NAPOMENE	63

## K. UTVRĐIVANJE DISKONTNE STOPE

### Definicija - cena sopstvenog kapitala

U finansijskoj teoriji, cena sopstvenog kapitala je stopa prinosa koju investitori očekuju ulaganjem u vlasničke hartije od vrednosti, odnosno akcije. Ova stopa je zapravo diskontni faktor koji u očima investitora izjednačava novac koji mogu dobiti danas ukoliko prodaju akcije, i buduće dividende, odnosno kapitalne dobitke koje mogu očekivati ako zadrže akcije.

U praksi se koristi više metoda za izračunavanje stope troškova sopstvenog kapitala, od kojih su najčešći:

- Model vrednovanja kapitalne aktive (eng. »Capital Asset Pricing Model - CAPM«),
- Model rasta dividendi (eng. »Dividend Growth Model«),
- Model vrednovanja na bazi arbitraže (eng. »Arbitrage Pricing Theory - APT«).

Mi smo se opredelili za najčešće korišćenu metodologiju, odnosno za CAPM, i to modifikovanu verziju. Naše opredeljenje se temelji na tome da ova metodologija zahteva najmanje subjektivnih pretpostavki u poređenju sa drugim pristupima i teorijama.

### Elementi i formula

Prema dopunjenoj osnovnoj teoriji, komponente stope troškova sopstvenog kapitala (Csk) su:

- Stopa prinosa na nerizična ulaganja ( $R_f$ ),
- Beta koeficijent ( $\beta$ ),
- Premija na rizik ulaganja u akcije razvijene zemlje (ERP),
- Premija za rizik zemlje (CRP),
- Premija za veličinu (SP),
- Premija za specifični rizik entiteta (CSRP).

Formula glasi:

$$Csk = R_f + \beta \times ERP + CRP + SP + CSRP$$

### Stopa prinosa na nerizična ulaganja

Stopa prinosa na nerizična ulaganja je kamatna stopa za koju se očekuje da može biti ostvarena ulaganjem u finansijske instrumente bez rizika, najčešće državne dugovne hartije od vrednosti, tj. obveznice ili zapise trezora. Termin „bez rizika“ se primarno odnosi na gotovo potpunu zaštitu od rizika neplaćanja (engl. „default risk“), dok određeni rizici ipak mogu da postoje (npr. rizik od inflacije).

Prilikom određivanja ove stope, potrebno je utvrditi relevantno tržište. Ono može biti domaće, ali se takođe mogu koristiti i državne obveznice drugih zemalja kao odgovarajuća aproksimacija stope prinosa na nerizična ulaganja.

U nastojanju da koristimo što merodavnije podatke, a s obzirom na to da se analiza vrši u valuti EUR, odlučili smo se za korišćenje prosečnog prinosa na dugoročne obveznice Srbije nominovane u EUR (sa rokom dospeća 2041. godine). Na osnovu analize sekundarnog trgovanja državnim hartijama od vrednosti, ustanovili smo da je na dan procene prinos na ovu evro obveznicu iznosio 2,50% (izvor: NBS).

### Beta koeficijent

Beta koeficijent ( $\beta$ ) je mera rizika vlasničke hartije od vrednosti u poređenju sa rizikom čitavog tržišta. Po teoriji, jedini rizik koji beta koeficijent oslikava je sistemski rizik, tj. rizik koji se ne može eliminisati diverzifikacijom. Beta koeficijent pokazuje u kojoj meri će se potencijalni budući prinosi ili gubici kretati u skladu sa kretanjem diverzifikovanog portfolia koji sadrži veliki broj HOV. Ovaj portfolio se kraće naziva i tržišni portfolio. Veća vrednost beta koeficijenta označava i veći sistemski rizik kome su izloženi vlasnici akcija firme sa visokim beta koeficijentom.

Beta koeficijenti veći od 1 impliciraju da će prinos akcije porasti (pasti) u većoj meri nego prinos tržišnog portfolia, dok beta koeficijenti manji od 1 (i veći od 0) impliciraju da će prinos akcije porasti (pasti) u manjoj meri nego prinos tržišnog portfolia. Negativne vrednosti beta koeficijenta impliciraju kretanje cene akcije suprotno od kretanja tržišnog portfolia.

Beta koeficijent je računat na bazi pondera koji su primenjeni na podatke iz Kroll i Infront Analytics baze podataka (po 50%). Iz baze podataka Infront Analytics su preuzeti beta koeficijenti banaka iz uzorka na datum procene, a iz Kroll je preuzet beta koeficijent (median za delatnost GICS 401010 Bankarstvo, Vasicek Adjusted). Računat na taj način, beta koeficijent sa efektom finansijske poluge iznosi 1,34.



## K. UTVRĐIVANJE DISKONTNE STOPE

### Premija za rizik ulaganja u akcije za razvijene zemlje

Premija za rizik ulaganja u akcije predstavlja dodatnu kompenzaciju iznad stope prinosa na nerizična ulaganja za investitore koji ulažu na tržište akcija. Ova premija reflektuje sklonost riziku prosečnog investitora. Određivanje ove premije može da se vrši korišćenjem ex-ante ili ex-post pristupa. Ovi pristupi su opisani u nastavku:

- Istorijska premija - zasniva se na korišćenju istorijskih podataka i predstavlja ex-post pristup;
- Korigovana istorijska premija - podrazumeva korekciju istorijske premije zbog drugačijih očekivanja u budućnosti, a na bazi ex-ante zahtevane premije od strane investitora;
- Premija na bazi ankete - predstavlja prosek rezultata dobijenih anketiranjem investitora (ex-ante pristup);
- Upoređivanje - zasniva se na korišćenju podataka o premiji u drugim zemljama i korekciji na bazi uočenih razlika u ekonomijama;
- Implicitna premija - ne zahteva istorijske podatke i bazira se na Modelu rasta dividendi.

Premiju na rizik ulaganja u akcije smo definisali na osnovu podataka sa sajta [www.market-risk-premia.com](http://www.market-risk-premia.com). Razmotrili smo i publikaciju „Survey: Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 81 countries in 2020“ (prof. Fernandez), međutim, mišljenja smo da ovo istraživanje ne reflektuje aktuelne globalne rizike prouzrokovane zdravstvenim, političkim i ekonomskim nestabilnostima. Svakako, radi dodatne provere, izvršili smo analizu dugoročnih proseka stopa prinosa na nerizična ulaganja za Nemačku od 2,0% i normalizovanih premija za ulaganja u akcije za Nemačku od 5,1% (izvor: Kroll) i ustanovili da se bazna cena kapitala kreće u intervalima 7-8%.

### Ostali elementi

#### Premija za rizik zemlje (CRP)

Premija za rizik zemlje predstavlja kompenzaciju za ulaganje u akcije kompanije koja posluje na tržištu određene zemlje. Naime, akcije takve kompanije bi direktno izložile ulagača specifičnim rizicima koji postoje za konkretnu zemlju. Ova premija nije zasebno uključena, jer važi pretpostavka da je već reflektovana u stopi prinosa na nerizična ulaganja.

#### Premija za veličinu (SP)

U kontekstu primenjenog modela (CAPM), nagrada za rizik praktično proizilazi iz beta koeficijenta, odnosno sistemskog rizika koji je svojstven industriji u kojoj kompanija posluje. S druge strane, manje kompanije (naspram kompanija čija je tržišna kapitalizacija merena stotinama ili hiljadama miliona dolara/evra) su često ostvarivale (berzanske) prinose iznad onih koji su definisani samo beta koeficijentom. S obzirom na tržišnu poziciju Banke, opredelili smo se da Banci ne dodelimo premiju za veličinu.

#### Premija za specifični rizik (SRP)

Uzevši u obzir rizike u kontekstu mogućnosti ostvarivanja predviđenog značajnog rasta dobiti Banke u periodu projekcije (na osnovu usvojene strategije), definisali smo dodatnu premiju na nivou od 4,00%. *Ova premija delom reflektuje i neizvesnost u pogledu rata u Ukrajini koji je počeo krajem februara 2022.*

## K. UTVRĐIVANJE DISKONTNE STOPE

### Cena sopstvenog kapitala

Nakon definisanja svih pojedinačnih komponenti, utvrdili smo visinu nominalne cene sopstvenog kapitala.

*Tabela 20: Obračun diskontne stope - obične akcije*

Parametar	Vrednost
Stopa prinosa na nerizična ulaganja	2,50%
Beta koeficijent sa finansijskom polugom	1,34
Premija za ulaganje u akcije	7,50%
Premija za specifični rizik	4,00%
Cena sopstvenog kapitala (nominalna)	16,52%

Izvor: NBS, Infront Analytics, www.market-risk-premia.com, BDO kalkulacija.

*Tabela 21: Obračun diskontne stope - preferencijalne akcije*

Parametar	Vrednost
Stopa na državne HOV u RSD	3,17%
Premija za ulaganje u pref. akcije	2,50%
Diskontna stopa	5,67%

Izvor: NBS, Infront Analytics, www.market-risk-premia.com, BDO kalkulacija.

Očekivana stopa prinosa na obične akcije je iskazana u valuti EUR. U istoj valuti su iskazani i novčani tokovi za obične akcije, kao i rezidualna stopa rasta.

Diskontna stopa za potrebe procene preferencijalnih akcija je definisana na osnovu build-up metoda (napominjemo da se kamatna stopa na državne HOV u RSD odnosi na hartije sa ročnošću od 2 godine - dostupan podatak iz aprila 2022. godine, a da je premija definisana na nižem nivou u odnosu na obične akcije, iz razloga što se preferencijalne akcije smatraju sigurnijom investicijom, imajući u vidu prava preferencijalnih akcija i da poseduju određene karakteristike obveznice). Očekivana stopa prinosa na preferencijalne akcije je iskazana u valuti RSD. U istoj valuti su iskazani i novčani tokovi za preferencijalne akcije, kao i rezidualna stopa rasta.

A	PREGLED ANGAŽOVANJA	3
B	KLJUČNI NALAZI	10
C	O DRUŠTVU	14
D	PRIKAZ FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA	19
E	TRŽIŠNA ANALIZA	26
F	MAKROEKONOMSKA ANALIZA	32
G	METODOLOGIJA	37
H	PROCENA VREDNOSTI - PRINOSNI PRISTUP	40
I	PROCENA VREDNOSTI - TRŽIŠNI PRISTUP	48
J	ZAKLJUČIVANJE O VREDNOSTI	53
K	UTVRĐIVANJE DISKONTNE STOPE	56
L	PRILOG	61
M	OGRANIČENJE ODGOVORNOSTI I VAŽNE NAPOMENE	63

## Skraćenice i definicije

Tabela 22: Skraćenice i definicije

Skraćenice	Definicije	Skraćenice	Definicije
Mlrd	Milijarda	CIR	Ppšti troškovi/neto operativni prihod
NBS	Narodna banka Srbije	PAK	Pokazatelj kapitalne adekvatnosti
RZS	Republički zavod za statistiku	ROA	Stopa prinosa na aktivu
APR	Agencija za privredne registre	ROE	Stopa prinosa na kapital
EBITDA	Posl. dobitak pre kamata, poreza i amortizacije	LTD	Racio kredita i depozita
EBIT	Posl. dobitak pre kamata i poreza	MRS	Međunarodni računovodstveni standardi
NOPAT	Poslovni dobitak posle poreza	SREP	Proces supervizorske procene
CAPEX	Kapitalno ulaganje (investiranje)	ICAAP	Proces interne procene adekvatnosti kapitala
PCK	Ponderisana prosečna cena kapitala	FX	Tržište stranih valuta
D/E ratio	Odnos duga i sopstvenog kapitala (ratio zaduženosti)	FCFE	Novčani tok nakon servisiranja duga
MTP	Multilateralna trgovinska platforma	P/B ratio	Tržišna vrednost kompanije podeljena sa knjigovodstvenom vrednosti kapitala
NPO	Nekretnine, postrojenja i oprema	P/E ratio	Tržišna vrednost kompanije podeljena sa profitom
AVR	Aktivna vremenska razgraničenja	CIR ratio	Odnos troškova i prihoda
PVR	Pasivna vremenska razgraničenja		
HHI index	Herfindal-Hiršmanov indeks		

A	PREGLED ANGAŽOVANJA	3
B	KLJUČNI NALAZI	10
C	O DRUŠTVU	14
D	PRIKAZ FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA	19
E	TRŽIŠNA ANALIZA	26
F	MAKROEKONOMSKA ANALIZA	32
G	METODOLOGIJA	37
H	PROCENA VREDNOSTI - PRINOSNI PRISTUP	40
I	PROCENA VREDNOSTI - TRŽIŠNI PRISTUP	48
J	ZAKLJUČIVANJE O VREDNOSTI	53
K	UTVRĐIVANJE DISKONTNE STOPE	56
L	PRILOG	61
M	OGRANIČENJE ODGOVORNOSTI I VAŽNE NAPOMENE	63

## M. OGRANIČENJE ODGOVORNOSTI I VAŽNE NAPOMENE

### Ograničenje odgovornosti i važne napomene

- Informacije korišćene za izradu Elaborata dobijene su od Banke, osim ako to nije drugačije naznačeno. Posebnu pažnju skrećemo na ograničenja našeg obima posla u skladu sa uslovima iznetim u Ugovoru. BDO nije izvršio nezavisnu analizu i proveru dostavljenih podataka od strane Klijenta i ne može garantovati za njihovu pouzdanost, potpunost i tačnost.
- Ovaj Elaborat je urađen isključivo za potrebe svrhe koja je definisana u uslovima angažovanja i ne može se koristiti u druge svrhe, citirati, priložiti ili distribuirati bilo kojoj trećoj strani bez prethodne pismene saglasnosti BDO.
- Ne prihvatamo odgovornost ni za jedan gubitak i/ili štetu nastalu usled neovlašćene i/ili neodgovarajuće upotrebe ovog Elaborata.
- BDO je nezavisan u odnosu na Banku, kao i bilo koju treću stranu koja bi mogla imati neki interes u kapitalu ili imovini Banke, i nema nikakve postojeće niti planirane interese u kapitalu ili imovini Banke. Naša naknada za konsultantske usluge nije ni na koji način povezana sa rezultatima naše procene.
- Napominjemo da ovaj dokument sa iznetim rezultatima zamenjuje sve prethodno izdate dokumente bilo koje vrste u vezi sa ovim angažmanom.
- Prihvatanjem konačne verzije ovog Elaborata, Banka potvrđuje da je detaljno analiziralo njegov kompletan sadržaj i da prihvata sve informacije navedene u njemu.
- BDO, uključujući njegova povezana lica i podizvođače, ni u kom slučaju ne odgovaraju ni za kakvu tužbu ili zahtev protiv Banke, njihovih vlasnika, rukovodilaca, zaposlenih, zastupnika ili predstavnika, kao ni za posredne, posebne, slučajne, kaznene ili sudskom odlukom utvrđene gubitke, štetu, troškove ili izdatke (uključujući, bez ograničavanja, i izgublenu dobit i oportunitetne troškove). Dodatno, BDO, uključujući njegova povezana lica i podizvođače, ne odgovaraju Banci ili bilo kom trećem licu ni za kakve odluke koje donesu vlasnici Banke ili koje su posledica našeg Elaborata.