

## Naftna industrija Srbije (NIIS)

**Nakon što su početkom avgusta razočaravajući rezultati za 2Q oborili vrednost akcija NIS-a (NIIS) usledio je gotovo kontinuirani uzlazni trend koji je akcije kompanije vinuo na nivoe viđene pred presek za ovogodišnju rekordnu dividendu. Ovome su u izvesnoj meri doprineli solidni rezultati u 3Q, ali pre svega skromna likvidnost na akciji koja je ključnim manjinskim akcionarima omogućila pogodno tle za nivelisanje tržišne vrednosti.**

### Poslovanje

u 000 RSD	9m 2022.	9m 2023.	promena
prihodi	380.797.424	304.087.669	-20,14%
EBITDA	104.799.518	56.515.166	-46,07%
<i>margin</i>	27,52%	18,59%	
EBIT	85.475.549	37.359.188	-56,29%
<i>margin</i>	22,45%	12,29%	
neto dobit	69.447.590	31.770.185	-54,25%

27. dec. 2023.

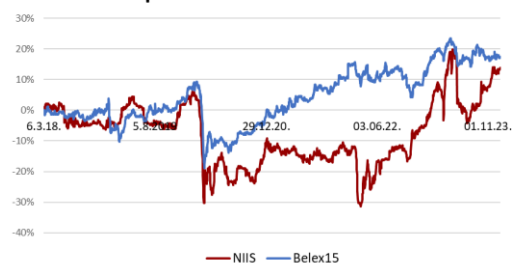
Cena akcije	811 RSD	
promena	3m	11,10%
	12m	20,15%

u mlrd RSD

Tržišna vrednost	9mQ23.	2023e
Kapitalizacija	132,2	-
EV	182,4	156,1

NIIS je u prvih 9m zabeležio pad prihoda od 20,1% na 304,1 mlrd RSD, pre svega usled smanjenja prosečne cene sirove nafte za 22%, ali i nižeg prometa u odnosu na prošlu godinu koja je bila pod uticajem efekta stvaranja zaliha. EBITDA je oslabio 46,1 odsto na 56,6 mlrd RSD, pre svega usled pada cene nafte i efekta „skupih zaliha“, pa je margina pala 9pp na 18,6%. Neto dobitak je smanjen stopom od 54,3 odsto, u prvom redu usled negativnog efekta donacije kompanije Vladi RS koja je sprovedena u 2Q.

Relativna promena u odnosu na indeks



✘ **Operativni pokazatelji** – Proizvodnja nafte i gasa smanjena je prvih 9m u odnosu na prošlu godinu za 1,3% na 868,1h uslovnih tona, nakon što je u 3Q zabeležen blag pozitivan trend. Prerada je dostigla 3.053,6h tona (-6%), dok je ukupan promet naftnih derivata smanjen 7% na 2.995,0h tona, pre svega usled gomilanja zaliha u prvih šest meseci prošle godine. Posmatrano samo u 3Q, promet je stabilizovan i beleži pad od 1%.

Vrednovanje	9mQ23.	2023e
P/E	2,42	3,01
EV/EBITDA	2,08	2,08
P/S	0,29	0,33
P/B	0,37	0,37
neto dug/EBITDA	0,57	0,32

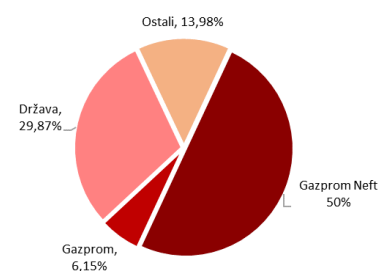
u RSD

✘ **Petrohemija** – NIS je u junu i zvanično postao većinski vlasnik Petrohemije, povećavši vlasničko učešće sa 20,9 na 90 odsto dokapitalizacijom vrednom 150 miliona evra. Prema potpisanom sporazumu ova sredstva biće korišćena za izgradnju postrojenja za proizvodnju polipropilena. Petrohemija je u 3Q zabeležila pad većine finansijskih i operativnih pokazatelja, a neto gubitak u periodu iznosio je 2,6 mlrd RSD.

Dividende	2023.	2024e
Div. po akciji	143,29	67,44
Prinos	17,67%	8,32%

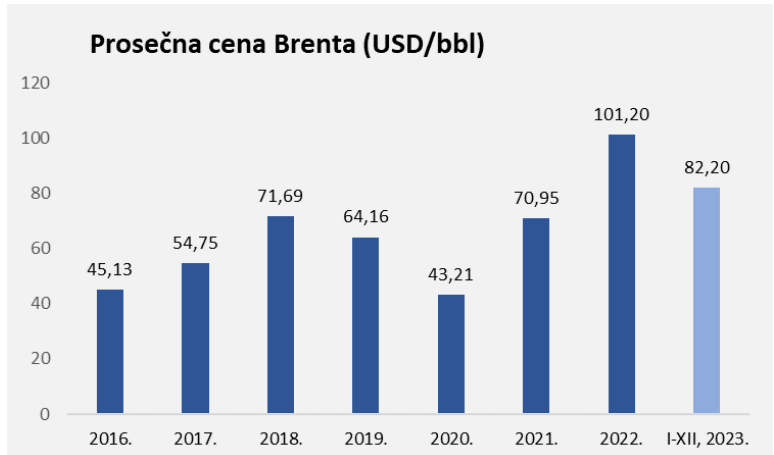
✘ **CAPEX** - NIS je nedavno objavio ambiciozan plan za kapitalna ulaganja (CAPEX) za narednu godinu koja bi mogla da dostignu rekordni nivo od privatizacije kompanije. Ove godine je planiran CAPEX od nepunih 50 mlrd RSD, mahom u segmentu istraživanja i proizvodnje, dok se naredne godine očekuje ulaganje po ovom osnovu od nepunih 60 mlrd RSD. Za narednu godinu je planiran redovan remont u Rafineriji Pančevo, ali i bez ovog zahvata jasna je intencija povećanih kapitalnih ulaganja koji odudaraju od trendova među glavnim svetskim igračima koji se još nisu ni blizu primakli ulaganjima iz perioda pre izbijanja naftne krize 2015. godine.

Vlasnička struktura



☒ **Dividenda** – Akcionari kompanije ove godine su dobili rekordnu dividendu od 143,3 RSD po akciji, koja je na danu preseka u junu donosila prinos veći od 17%. Izvesna nadanja akcionara da bi se Gazprom mogao ove godine opredeliti za podelu i većeg procenta dobiti razvejana su odlukom kompanije u maju da se državni dodeli subvencija od 60 miliona EUR čime su ovom najvećem manjinskom akcionaru faktički duplirana davanja iz prošlogodišnje dobiti. Sagledavajući trendove u 2023. godini, realno je očekivati da će dividenda naredne godine biti barem duplo niža, dok se aktuelni prinos nalazi iznad istorijskog proseka, preko nivoa od 8%.

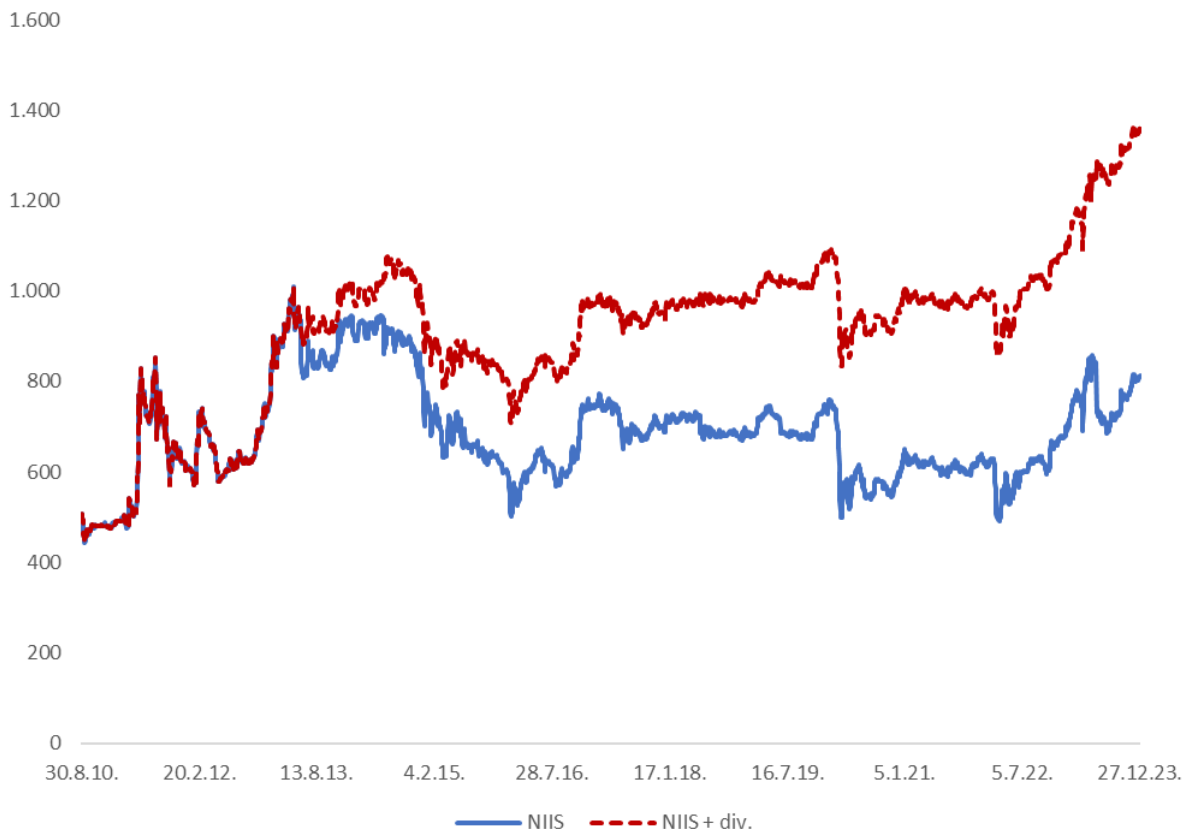
☒ **Sirova nafta** – Cena sirove nafte tipa Brent u prvih 9m bila je u proseku niža za 22% i iznosila je 82,1 USD/bbl. Nakon što je krajem septembra, usled izbijanja rata na Bliskom istoku, Brent bio nadomak granice od 100 USD/bbl usledio je relativno brz silazni trend u novembru i decembru kao posledica rasta globalne ponude (mimo OPEC+ članova) i slabljenja tražnje pre svega na evropskom tržištu.



Međunarodna agencija za energiju (IEA) je revidirala naniže očekivanu tražnju u 4Q i sada očekuje rast globalne tražnje u 2023. na nivou od

2,3 mb/d (milion barela na dan) na u proseku 101,7 mb/d, a više od polovine usporavanja se odnosi na evropsko tržište. Usled neizvesnih makro okolnosti, trend rasta u narednoj godini se očekuje na duplo nižem nivou od 1,1mb/d. Zahvaljujući u velikoj meri ekspanziji američke proizvodnje, ovogodišnja ponuda je povećana za 1,8 mb/d na 101,9 mb/d, dok se uprkos nastavku dobrovoljnog smanjenja članica OPEC+ i u narednoj godini očekuje povećanje ponude za 1,2mb/d.

### Kretanje cene akcija NIS-a prilagođeno za isplaćenu dividendu



⌘ **Očekivanja i vrednovanje** – Akcije NIS-a beleže rast cene od oko 20% od početka godine, dok je zarada prilagođena za dividendu premašila 41%, te je 2023. ubedljivo najbolja godina po akcionare kompanije od privatizacije 2008. godine. Ovaj rast akcija u tekućoj godini je mogao biti i veći da ključni manjinski akcionari (domaći penzioni fondovi) nisu morali prodati akcije usled regulatornih ograničenja (prelazak vlasništva iznad propisanog praga). Nakon prolaska dana dividende i korekcije u ceni ovi igrači su se ponovo našli na strani kupovine, doguravši veoma brzo cenu blizu praga gde bi se ponovo mogli naći kao prinudni prodavci (nivo od oko 840 RSD).

Kada je u pitanju vrednovanje NIS-a, uprkos lošijem poslovanju u tekućoj godini fundamenti akcije su ispod istorijskog proseka. Ovo je u velikoj meri posledica ukalkulisanih brojnih rizika koji su se multiplikovali sa izbijanjem rata u Ukrajini. To je u prvom redu pitanje sankcija EU koje bi mogle imati negativan uticaj po poslovanje kompanije, pre svega kada je pitanje održavanje proizvodnih i prerađivačkih kapaciteta. Isti razlog je gotovo u potpunosti isključio mogućom pojavu inostranih investicionih fondova kao kupaca akcija, dok je dolazak većih domaćih investitora izuzetno limitiran usled loše investicione klime na Beogradskoj berzi. Da ništa nije slučajno u pogledu investicionog ambijenta možda najbolje pokazuje raspodela prošlogodišnje dobiti u kojoj su u okvirima zakonskih propisa izigrani manjinski akcionari.

Akcijama NIS-a trguje se trenutno na očekivanom PE raciju od oko 3,0x, premda valja očekivati da će trend profitabilnosti verovatno nastaviti da se smanjuje i u narednoj godini. Posle „zlatne“ 2022. godine za naftni sektor i godina za nama je obezbedila solidan poslovni ambijent, koji je drastično pogoršan tek tokom novembra kada se videla sva nemoć udruženih proizvođača (OPEC+) da barem održe cenu sirove nafte. Ako se ovaj trend nastavi, što će u velikoj meri zavisiti od recesivnih pritisaka u SAD i brzine oporavka kineske privredne aktivnosti, polako će nastaviti da se izduvava ciklus rasta nastao kao posledica rata u Ukrajini. NIS će imati dodatne pritiske u vidu lokalnih stega oko očekivanog remonta Rafinerije u Pančevu, nastavka administrativnih ograničenja države (cene, izvoz), dok će na samom tržištu akcija najveća prepreka rastu biti domaći penzioni fondovi čije su goleme pozicije i dosadašnji nastup na tržištu paralisali formiranje tržišne cene akcije.

**Skraćeni finansijski izveštaji**

<b>BILANS USPEHA</b>	<b>2019.</b>	<b>2020.</b>	<b>2021.</b>	<b>2022.</b>	<b>9m 2023.</b>	<b>2023e</b>
<b>Poslovni prihodi</b>	<b>272.096.500</b>	<b>190.956.570</b>	<b>295.162.356</b>	<b>513.686.574</b>	<b>304.087.669</b>	<b>395.538.662</b>
Prihodi od prodaje	271.686.166	183.490.813	295.162.356	513.686.574	304.087.669	395.538.662
<b>EBITDA</b>	<b>44.479.734</b>	<b>15.824.303</b>	<b>53.173.984</b>	<b>136.192.257</b>	<b>56.515.166</b>	<b>74.905.741</b>
Amortizacija	20.976.349	22.805.904	24.958.601	25.479.192	18.579.048	24.500.000
<b>Poslovna dobit</b>	<b>23.360.546</b>	<b>-8.130.695</b>	<b>27.993.207</b>	<b>110.721.924</b>	<b>37.359.188</b>	<b>50.405.741</b>
Neto finansijski rezultat	-1.615.409	-2.041.889	-1.689.087	316	1.263.608	1.350.000
- <i>Kursne razlike</i>	-1.062.182	116.308	-939.010	-2.168.099	-349.541	-350.000
Rezultat iz ostalog poslovanja	-602.775	937.871	-1.060.954	-2.274.338	-7.477.218	-7.550.000
<b>EBT</b>	<b>21.129.010</b>	<b>-9.130.400</b>	<b>25.200.580</b>	<b>109.837.965</b>	<b>38.103.035</b>	<b>51.750.000</b>
Porez na dobit	4.532.608	-1.564.397	4.243.547	17.463.312	6.332.850	7.762.500
<b>Neto dobitak</b>	<b>16.596.402</b>	<b>-7.566.003</b>	<b>20.957.033</b>	<b>92.374.653</b>	<b>31.770.185</b>	<b>43.987.500</b>

<b>BILANS STANJA</b>	<b>2019.</b>	<b>2020.</b>	<b>2021.</b>	<b>2022.</b>	<b>9m 2023.</b>	<b>2023e</b>
<b>Stalna imovina</b>	<b>317.342.624</b>	<b>318.219.559</b>	<b>315.768.424</b>	<b>314.320.275</b>	<b>319.599.038</b>	<b>315.500.000</b>
<b>Obrtna imovina</b>	<b>97.223.713</b>	<b>64.738.800</b>	<b>95.227.906</b>	<b>200.495.843</b>	<b>173.508.619</b>	<b>181.500.000</b>
Zalihe	48.001.622	28.152.987	36.951.122	58.234.614	51.583.224	53.500.000
Potraživanja po osnovu prodaje	25.572.859	20.615.680	28.644.507	35.969.998	38.159.630	35.500.000
Kratkoročni finansijski plasmani	1.843.473	343.069	28.275	6.104.619	32.130.757	36.500.000
Gotovinski ekvivalenti i gotovina	15.295.810	8.488.302	21.283.274	88.131.045	32.554.829	46.500.000
Aktivna vremenska razgraničenja	4.447.751	5.028.168	6.541.010	9.422.067	n.a.	9.500.000
<b>UKUPNA AKTIVA</b>	<b>415.264.026</b>	<b>385.271.797</b>	<b>410.996.330</b>	<b>514.816.118</b>	<b>493.107.657</b>	<b>497.000.000</b>

	<b>2019.</b>	<b>2020.</b>	<b>2021.</b>	<b>2022.</b>	<b>9m 2023.</b>	<b>2023e</b>
<b>Kapital</b>	<b>254.694.792</b>	<b>242.762.307</b>	<b>262.836.211</b>	<b>349.227.583</b>	<b>357.725.202</b>	<b>369.010.200</b>
Osnovni kapital	81.548.930	81.530.200	81.530.200	81.530.200	81.530.200	81.530.200
Otkupljene sopstvene akcije	0	0	0	0	0	0
Rezerve	0	0	0	0	0	0
Revalorizacione rezerve	79.755	541.518	488.736	572.221	698.426	480.000
Neraspoređeni dobitak	172.724.178	168.298.719	180.797.597	267.125.162	275.751.284	287.000.000
<b>Dugoročna rezervisanja i obaveze</b>	<b>95.462.060</b>	<b>84.312.231</b>	<b>85.503.686</b>	<b>80.129.074</b>	<b>71.873.862</b>	<b>65.000.000</b>
<b>Kratkoročne obaveze</b>	<b>65.107.174</b>	<b>58.197.259</b>	<b>62.656.433</b>	<b>85.459.461</b>	<b>63.508.593</b>	<b>62.989.800</b>
- <i>Kratkoročne fin. obaveze</i>	6.761.897	12.196.715	7.128.896	7.260.508	10.871.921	5.400.000
Pasivna vremenska razgraničenja	3.632.864	4.140.591	4.074.838	4.713.428	n.a.	3.950.000
<b>UKUPNA PASIVA</b>	<b>415.264.026</b>	<b>385.271.797</b>	<b>410.996.330</b>	<b>514.816.118</b>	<b>493.107.657</b>	<b>497.000.000</b>

<b>BILANS NOVČANIH TOKOVA</b>	<b>2019.</b>	<b>2020.</b>	<b>2021.</b>	<b>2022.</b>	<b>9m 2023.</b>	<b>2023e</b>
<b>Neto prilivi gotovine iz posl. aktivnosti</b>	<b>56.932.905</b>	<b>29.703.697</b>	<b>42.175.460</b>	<b>114.063.250</b>	<b>21.583.523</b>	<b>40.300.000</b>
Neto priliv gotovine iz aktivnosti investiranja	-46.560.795	-26.087.272	-22.318.873	-31.306.680	-48.041.885	-52.500.000
Neto priliv iz aktivnosti finansiranja	-10.584.793	-10.494.899	-1.001.191	-5.782.122	-28.903.632	-29.500.000
Ukupni prilivi gotovine	509.154.115	420.646.618	563.957.859	831.407.222	n.a.	681.800.000
Ukupni odlivi gotovine	509.366.798	427.525.092	551.258.149	763.499.619	n.a.	723.500.000
<b>Neto prilivi gotovine</b>	<b>-212.683</b>	<b>-6.878.474</b>	<b>12.699.710</b>	<b>67.907.603</b>	<b>-55.361.994</b>	<b>-41.631.045</b>
Gotovina na početku obračunskog perioda	15.480.830	15.295.810	8.488.302	21.283.274	88.131.045	88.131.045
<b>Gotovina na kraju obračunskog perioda</b>	<b>15.295.810</b>	<b>8.488.302</b>	<b>21.283.274</b>	<b>88.131.045</b>	<b>32.554.829</b>	<b>46.500.000</b>

**Odricanje od odgovornosti (Disclaimer):** Ovaj izveštaj je pripremljen od strane brokerske kuće Momentum Securities ad Novi Sad, i distribuira se aktuelnim i potencijalnim klijentima. Izveštaj je sačinjen u informativne svrhe i njegova namera nije preporuka za kupovinu ili prodaju bilo koje vrste finansijskih instrumenata. Izrečeni stavovi, mišljenja i procene održavaju sudove stručnih službi brokerske kuće Momentum Securities, a na osnovu korišćenja i analize javno dostupnih informacija koje smatramo pouzdanim. Informacije, mišljenja, stavovi, procene i prognoze izneti u izveštaju podložni su izmenama pod uticajem promene situacije na tržištu. Izveštaj je informativne prirode i namenjen je profesionalnim investitorima koji su u stanju da samostalno donose investicione odluke. Ovaj izveštaj se ne može reprodukovati u celini ili delimično u bilo koje svrhe bez prethodne pismene saglasnosti brokerske kuće Momentum Securities.