

PREUZIMANJE INA – INDUSTRIJA NAFTE D.D.

CIJENA	2,800,00
2.9.2008	
INA-R-A	
BROJ DIONICA	10,000,000
MIN (6 MJESECI)	2,053.86
MAX (6 MJESECI)	3,055.86
TRŽIŠNA KAPITAL.	27,994,600,000
BVPS (30.6.2008)	1,410.50
POKAZATELJI*	
EPS	137.10
P/E	20.42
P/B	1.98

* na osnovi polugodišnjih rezultata 2008 i trenutne cijene

Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga objavila je 1. rujna MOL-ovu obvezujuću ponudu za preuzimanje INA – industrija nafte d.d. S time je zaključila sve špekulacije vezane za visinu ponude. U svojoj ponudi MOL je spreman isplatiti 2.800 kuna po dionici.

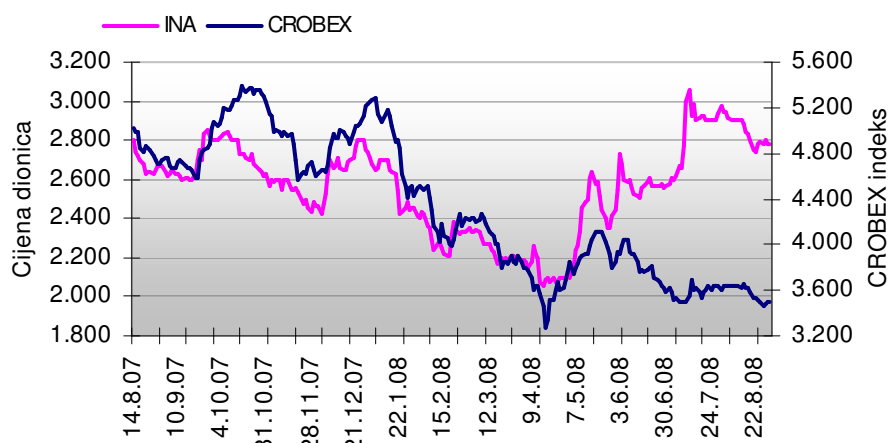
INA-Industrija nafte d.d. Zagreb (INA d.d.), dioničko je društvo u vlasništvu Republike Hrvatske (44,85%), mađarske naftne kompanije MOL (25% plus jedna dionica), privatnih i institucionalnih dioničara (21,11%) i Fonda hrvatskih branitelja (7 %). Od 1. prosinca 2006. Inine dionice su izlistane na Londonskoj i Zagrebačkoj burzi.

INA d.d. je osnovana 1. siječnja 1964. spajanjem Naftaplina (tvrtke za istraživanje i proizvodnju nafte i plina) s rafinerijama u Rijeci i Sisku. Do kraja desetljeća INA d.d. se proširila i na Rafineriju Zagreb, Trgovinu (poduzeće za domaću trgovinu), petrokemijske tvornice OKI i DINU te tvornicu umjetnih gnojiva u Kutini. Godine 1993. INA d.d. je postala dioničkim društvom.

INA Grupa čini više ovisnih društava u potpunom ili djelomičnom vlasništvu društava te povezanih društava. Glavne djelatnosti Ine i njezinih ovisnih društava uključuju:

- Istraživanje i proizvodnje nafte i plina u Hrvatskoj i inozemstvu
- Uvoz prirodnog plina i prodaja uvoznog i domaćeg prirodnog plina
- Prerada nafte i proizvodnja derivata
- Maloprodaja derivata i drugih roba putem maloprodajne mreže
 - 425 benzinskih postaja u Hrvatskoj
 - 49 u inozemstvu (susjednim državama)

Na osnovni polugodišnjih financijskih rezultata 2008, prerada nafte i proizvodnja derivata predstavlja 54,9% ukupnih prihoda ili 5,28 milijardi kuna, maloprodaja 23% ili 2,2 milijarde kuna te istraživanje i proizvodnja nafte i plina 22,1% ili 2,12 milijarde kuna.



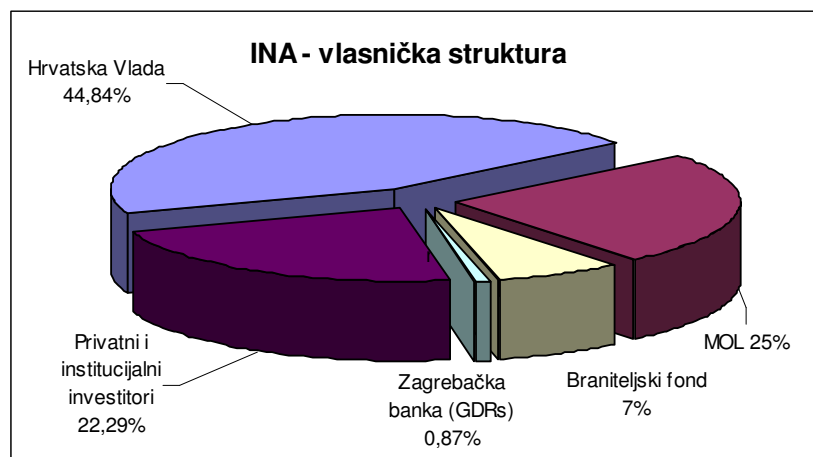
PREUZIMANJE INA – INDUSTRIJA NAFTE D.D.

POSTUPAK PREUZIMANJA

U četvrtak 5. rujna MOL je službeno objavio svoju ponudu u medijima u sklopu Zakona o preuzimanju dioničkih društava («Narodne novine» broj 109/07). Ponuda za preuzimanje traje 28 dana od dana kasnije objave, točnije do 3. listopada. Tijekom razdoblja MOL ima mogućnost povećati svoju ponudu/cijenu, za najmanje 2%, u tom slučaju rok trajanja ponude za preuzimanje produžit će se za 7 dana. Ako se MOL odluči izmijeniti svoju ponudu, izmjena ponude za preuzimanje mora biti objavljena najkasnije 10 dana prije isteka roka trajanja ponude za preuzimanje, to jest 23. rujna. Konkurentska ponuda može se objaviti samo za vrijeme trajanja ponude za preuzimanje i mora biti objavljena najkasnije 10 dana prije isteka roka trajanja ponude za preuzimanje. U konkurentskoj ponudi, ponuditelj mora ponudenu cijenu povisiti za najmanje 2%. Krajnji rok trajanja ponude za preuzimanje i konkurentске ponude ne može biti duži od 60 dana, točnije 4. studenog.

Ponuda od 2.800,00 kuna predstavlja premiju od 8,8% na minimalnu cijenu od 2.573,34 kuna za preuzimanje. Sukladno zakonu, cijena u ponudi za preuzimanje ne može biti niža od najviše cijene po kojoj je ponuditelj stekao dionice u razdoblju od jedne godine prije dana nastanka obveze; ili cijena u ponudi ne smije biti niža od prosječne ponderirane cijene ostvarene na Zagrebačkoj burzi u zadnjih tri mjeseca prije stjecanja obveze za preuzimanje.

Prve reakcije među malim ulagačima na MOL-ovu ponudu su bile negativne, većina smatra da je ponuda 'sramotno niska' za kontrolni paket. Cijena od 3.000 smatrala se kao 'fer' ponuda. Reakcije institucionalnih investitora bile su slične, niska ponuda, pogotovo kad se cijena dionice kretala znatno iznad 2.800 kuna u zadnjih mjesec dana. Investitori se sad nadaju da će se austrijska naftna tvrtka OMV uključiti i povećati trenutačnu ponudu. Međutim, OMV je objavio da su samo zainteresirani za dionice Ine u slučaju 'transparentne privatizacije', konkretno za 19,84% udio koja država planira privatizirati.



PREUZIMANJE INA – INDUSTRIJA NAFTE D.D.

Ključna uloga u preuzimanju Ine ima hrvatska Vlada. Po zakonu, a također prije ulaska u Europsku Uniju, Vlada mora smanjiti svoj udio u Ini sa trenutačnih 44,84% na 25%, što znači da mora privatizirati 19,84% svog udjela u Ini. Vlada ima tri mogućnosti za privatiziranje, prva mogućnost je zamijeniti svoje dionice za dionice MOL-a, što ide u korist MOL-a. MOL trenutačno drži 25% + 1 dionicu, s dodatnih 19,84% to bi značilo ukupno 44,84%. Svemu sudeći, MOL-u bi trebalo samo dodatnih 5,16% dionica da postane većinski vlasnik. Vlada je već indicirala zamjenu dionica kao najvjerojatniju mogućnost. Druga mogućnost je da Vlada objavi javni natječaj za dionice, što otvara vrata da ostale naftne tvrtke podnesu svoje ponude. Takva mogućnost ide u korist ulagača, a također i Vladi jer bi izabrala najbolju ponudu koje tržište nudi, a ulagači bi mogli očekivati veću protuponudu od konkurencije. Treća mogućnost je da Vlada proda svoje dionice na Zagrebačkoj burzi, što znači da bi MOL bio prisiljen otkupiti dionice na otvorenom tržištu po većim cijenama. Naravno, takva mogućnost ide u korist ulagačima.

Smatramo da će ulagači pričekati donošenje odluke vezane za ponudu do roka za izmjenu ili protuponudu. U tom razdoblju ulagači će vjerojatno pokušati prisiliti MOL da razmotri i poveća svoju trenutačnu ponudu. Vlada će također biti pod pritiskom da provede transparentni postupak privatizacije Ine.

Očekujemo da će cijeli proces ponude za preuzimanje odvijati u tri moguća scenarija. Prvi scenarij je da se Vlada odluči za zamjenu dionica, gdje bi Vlada za svojih 19,84% primila cca. 10% dionica MOL-a. U postupku preuzimanja, nema izmjena ponude od strane MOL-a, niti konkurentске protuponude za dionice Ine. U tom scenariju očekujemo da će većina ulagača na kraju prihvatiti ponudu. Kao podscenarij, MOL se može odlučiti ipak izmijeniti svoju ponudu i povećati ponudenu cijenu u svom interesu da bi što više ulagača prihvatilo ponudu.

U drugom scenariju, umjesto zamjene dionica Vlada se odlučuje za javnu ponudu svog udjela. U tom slučaju, možemo očekivati da bi OMV predao ponudu za Vladin udjel, a također i protuponudu s većom cijenom. Ulagači bi bili zadovoljni s većom cijenom i prihvatili ponudu.

Treći scenarij je da Vlada proda svoj udjel na burzi, što bi uzrokovalo rast cijene i prisililo MOL da otkupi dionice na otvorenom tržištu po većim cijenama i izmjeni svoju ponudu s većom cijenom. U tom slučaju ulagači bi prihvatili poboljšanu ponudu.

U cijeloj ovoj priči treba uzeti u obzir ugovor koji je Vlada 2003 potpisala s MOL-om za prodaju 25% + 1 dionica Ine. U slučaju da postoji nekakva klauzula u ugovoru da Vlada mora prodati/zamijeniti svoj udjel u Ini s MOL-om, onda scenarij 2 i 3 otpadaju. Takav slučaj bi objasnio razlog za nižu od očekivane ponude od strane MOL-a. MOL sa svojih 25% plus 'zajamčenih' 19,84% bi imao ukupno 44,84% dionice, za manje od 6% do većinskog vlasništva. Bez prijetnje od konkurentskih ponuda, MOL se odlučio za nekakvu srednju cijenu

PREUZIMANJE INA – INDUSTRIJA NAFTE D.D.

koja bi mogla biti 'prihvatljiva'.

Većina malih ulagača kupili su svoj paket od 22 dionice kroz javne ponude u 2006. po cijeni od 1.690 kuna, a nakon godinu dana primili još dodatne dvije dionice, što znači ukupno ulaganje od 37.180 kuna. Prihvaćanjem trenutane ponude od 2.800 kuna mali ulagači bi unovčili 67.200 kuna, što predstavlja +80,7% povrata na svoje ulaganje. Smatramo da bi većina ulagača u konačnici prihvatila ponudu, radije nego ostati u vlasničkoj strukturi i riskirati pad cijene dionica zbog smanjenja 'free float-a' (ukupni broj dionica koje se slobodno trguju na burzi). Preostali ulagači mogli bi se suočiti s smanjenjem dividende zbog promjene u 'politici' upravljanje tvrtke od strane većinskog vlasnika. MOL bi mogao odlučiti da umjesto isplati dio dobiti kao dividendu, prebaciti ukupnu dobit u rezervu.

VREDNOVANJE

Fundamentalna analiza Ine u usporedbi s naftnim tvrtkama u Europi pokazuje da su Ine dionice precijenjene po trenutnoj cijeni od 2.800 kuna. Inin pokazatelj cijena/zarade (P/E) je 20,42, u usporedbi sa sektorskim prosjekom od 11,23, dok je pokazatelj vrijednosti tvrtke/dobiti prije kamate, poreza i amortizacije (EV/EBITDA) 14,46 u usporedbi sa sektorskim prosjekom od 6,71. Najpodcijenjenije dionice u sektoru su MOL-a s P/E od 6,94 i EV/EBITDA od 6,40. Na temelju tržišne kapitalizacije MOL je dva puta veći od Ine; 9,1 milijardi eura za MOL u usporedbi sa 3,9 milijardi eura za Inu.

Naftni Sektor	Država	Cijena (€)	Tjedan %	Tržišna kap. (€)	P/E	P/S	P/B	EV/EBITDA
Total SA	France	53,78	2,00%	129.093.600.000	8,82	0,84	2,63	3,59
Rosneft	Russia	7,99	1,14%	84.655.831.076	15,20	1,93	3,56	6,40
Lukoil	Russia	68,28	-1,06%	58.074.855.873	7,15	1,09	1,88	4,43
OMV AG	Austria	50,18	2,64%	15.054.000.000	8,85	0,70	1,87	5,00
MOL	Hungary	83,82	-1,72%	9.193.118.729	6,94	0,62	2,54	6,40
INA	Croatia	391,82	0,13%	3.918.178.256	20,42	0,99	1,98	14,46
Average			0,52%	49.998.263.989	11,23	1,03	2,41	6,71

Iako peer analiza prikazuje dionice Ine kao precijenjene trebamo uzet u obzir da u slučaju preuzimanja, tvrtka koja preuzima treba ponuditi dioničarima visoku premiju na trenutnu cijenu da bi mogli zajamčit većinsko vlasništvo. Nedavno na Londonskoj burzi najveća indijska naftna tvrtka ONGC objavila je ponudu za Imperial Energy of Britain, u svojoj ponudi ONGC je ponudila +62% premije na tržišnu cijenu dan prije objave. Zanimljivo što neki analitičari smatraju da ta premija neće biti dovoljno visoka za preuzimanje. Ako usporedimo taj slučaj sa preuzimanje Ine, na osnovi najniže cijene 2.053 kuna (15.4.) u zadnjoj godini, za premiju od +62% MOL bi trebao ponuditi 3.325 kuna.

Zašto bi MOL trebao povećati svoju ponudu? Kroz preuzimanje Ine, MOL bi proširio svoje maloprodajno tržište u regiji, koje uključuje Mađarsku i

PREUZIMANJE INA – INDUSTRIJA NAFTE D.D.

Slovačku, i na Hrvatsku. MOL trenutačno ima oko 1.000 benzinskih postaja, a s Ininih 474 broj benzinskih postaja se povećava za 48%. Do 2011. INA planira ulagati 900 milijuna dolara u modernizaciju svoje dvije rafinerije u Rijeci i Sisku. Nakon modernizacije, riječka i sisačka rafinerija biti će jedna od modernijih i najučinkovitijih rafinerija za preradu nafte. S preuzimanjem Ine, MOL će dobiti dvije 'nove' rafinerije koje će znatno povećati svoje kapacitete za preradu nafte. MOL ima tri rafinerije, u Mađarskoj, Slovačkoj i Italiji. Kao jedini koncesionar u Hrvatskoj, MOL će imati preko Ine pristup na plin i naftne rezerve u Hrvatskoj, također i sve projekte u inozemstvu vezane za istraživanje i proizvodnju.

Konačno, MOL-u je imperativno da preuzme Inu zbog budućeg obračuna s OMV-om za moguće preuzimanje ili spajanje. MOL se nedavno uspio obraniti od OMV-ovog neprijateljskog preuzimanja; slijedeći put MOL, kao veća tvrtka, biti će u prednosti u pregovorima. MOL-u je u interesu da preuzmu Inu, ali zato MOL bi trebao biti spreman platiti veću premiju dioničarima za kontrolni paket.

Ilirika vrijednosni papiri pripremila je ovaj dokument za svoje klijente, i za ostale ulagače, kao pripomoć u odlučivanju oko MOL-ove ponude. Ovaj dokument ili bilo koji njegov dio ne može se smatrati kao preporuka ili pozivom na kupnju ili prodaju bilo koje imovine ili prava. Sukladno Zakonu o tržištu vrijednosnih papira, članak 105a, stavak 2, ističemo kako su dionice Ine zastupljene u sastavu portfelja kojima upravlja Ilirika vrijednosni papiri d.o.o. Tijekom postupka preuzimanja, ovaj dokument će se redovno ažurirati sa svim bitnim novostima/podacima i može ga se pronaći na internetskim stranicama www.ilirika.hr.

PREUZIMANJE INA – INDUSTRIJA NAFTE D.D.

BILANCA	2007-06	2008-06	%
HRK (000)			
Aktiva			
Potraživanja za upisani, a neplaćeni kap.	0	0	
Dugotrajna imovina	16.340.000	17.587.000	7,63%
Nematerijalna imovina	719.000	725.000	0,83%
Materijalna imovina	15.197.000	16.202.000	6,61%
Financijska imovina	241.000	487.000	102,07%
Potraživanja	183.000	173.000	-5,46%
Kratkotrajna imovina	7.859.000	8.221.000	4,61%
Zalihe	3.585.000	3.892.000	8,56%
Potraživanja od kupaca	2.724.000	3.189.000	17,07%
Ostala potraživanja	580.000	606.000	4,48%
Financijska imovina	389.000	166.000	-57,33%
Novac na računu i blagajni	581.000	368.000	-36,66%
Plaćeni troškovi budućeg razd.	162.000	121.000	-25,31%
Gubitak iznad visine kapitala	0	0	
UKUPNO	24.361.000	25.929.000	6,44%
Pasiva			
Kapital i rezerve	13.312.000	14.105.000	5,96%
Upisani kapital	9.000.000	9.000.000	0,00%
Rezerve	4.312.000	5.105.000	18,39%
Dobit/gubitak tekuće godine	0	0	
Manjinski interesi	9.000	10.000	11,11%
Dugoročna rezerviranja za rizike i troškove	1.503.000	1.383.000	-7,98%
Dugoročne obveze	2.994.000	3.193.000	6,65%
Kratkoročne obveze	6.373.000	7.054.000	10,69%
Obveze prema dobavljačima	2.947.000	3.064.000	3,97%
Kratkoročne financijske obveze	2.289.000	3.090.000	34,99%
Ostale kratkoročne obveze	1.137.000	900.000	-20,84%
Odgođeno plaćanje troškova i prvih. bud.	170.000	184.000	8,24%
UKUPNO	24.361.000	25.929.000	6,44%
Izvanbilančna evidencija	0	0	

PREUZIMANJE INA – INDUSTRIJA NAFTE D.D.

RAČUN DOBITI I GUBITKA	2007-06	2008-06	%
HRK (000)			
Poslovni prihodi	11.723.000	14.052.000	19,87%
Prihodi od prodaje u zemlji	7.486.000	8.711.000	16,36%
Prihodi od prodaje u inozemstvu	3.711.000	4.832.000	30,21%
Ostali prihodi	526.000	509.000	-3,23%
Poslovni rashodi	-10.641.000	-13.204.000	24,09%
Materijalni troškovi i troš. prod. robe	-9.187.000	-11.437.000	24,49%
Troškovi osoblja	-1.225.000	-1.410.000	15,10%
Vrijednosno usklađenje i rezerviranja	-229.000	-357.000	55,90%
Ostali troškovi iz osnovne djelatnosti	0	0	
Promjene u zalihama	-7.000	513.000	-7428,57%
Operativan dobit/gubitak (EBITDA)	1.075.000	1.361.000	26,60%
Amortizacija	-587.000	-668.000	13,80%
EBIT	488.000	693.000	42,01%
Financijski prihodi	345.000	597.000	73,04%
Pozitivne tečajne razlike	0	0	
Kamate i ostali financijski prihodi	345.000	597.000	73,04%
Financijski rashodi	-433.000	-294.000	-32,10%
Negativne tečajne razlike	0	0	
Kamate i ostali financijski rashodi	-433.000	-294.000	-32,10%
Dobit/gubitak prije oporezivanja (EBT)	400.000	996.000	149,00%
Izvanredni prihodi	0	0	
Izvanredni rashodi	0	0	
Porez na dobit	-102.000	-199.000	95,10%
Dobit ili gubitak nakon oporezivanja	298.000	797.000	167,45%
Manjinski interes	-2.000	-1.000	-50,00%
NETO DOBIT / GUBITAK	296.000	796.000	168,92%

OGRANIČENJE ODGOVORNOSTI

Ovaj dokument izradila je Ilirika vrijednosni papiri d.o.o. Podaci izneseni u ovom dokumentu zasnivaju se na javno dostupnim podacima. Iako vjerujemo da su navedeni podaci pouzdani ne jamčimo za njihovu točnost i cjelovitost. Ovaj dokument ili bilo koji njegov dio ne može se smatrati ponudom ili pozivom na kupnju ili prodaju vrijednosnih papira spomenutih u izvještaju. Ilirika vrijednosni papiri d.o.o. ne snosi nikakvu odgovornost za štetu proisteklu od trgovanja dionicama spomenutim u ovom izvještaju.