

STUDIJA SLUČAJA:

KUPOVINA RUDNIKA UGLJA

PLJEVLJA OD STRANE

ELEKTROPRIVREDE CRNE

GORE

I: REZIME

1. Vrijednost Rudnika uglja Pljevlja precijenjena je na kraju 2017. godine za najmanje jednu trećinu od stvarne vrijednosti, odnosno za oko 12 miliona eura. U tekstu koji slijedi je, prvo, potvrđeno da je razlika između procijenjene vrijednosti procjenjivača i one koja bi se dobila istim metodom procjene, ali bi se bazirala, ne na podacima serviranim od strane naručioca, već na knjigovodstvenim podacima u posljednjih nekoliko godina, upravo reda veličina od oko 12 miliona eura. Drugo, gotovo istovjetnu razliku dobijamo kada uporedimo procijenjenu vrijednost sa podacima o tržišnoj vrijednosti akcija Rudnika uglja Pljevlja. Konačno, treće, najsnažnije argumente za iznijetu tvrdnju dobijamo kada preispitamo realnost pojedinih pretpostavki od kojih je procjenjivač pošao i kada primijenimo alternativne, realističnije pretpostavke o kretanju pojedinih varijabli i vrijednosti pojedinih veličina.

U sva tri slučaja je, dakle, precijenjenost reda veličina oko jedne trećine u korist procijenjene vrijednosti. Vjerovatno je precijenjenost Rudnika uglja i veća, ali bi takav nalaz zahtijevao dodatne podatke, koji nijesu bili raspoloživi u trenutku izrade ove studije slučaja. Prema tome, iako ovdje ne dajemo procjenu vrijednosti Rudnika možemo pokazati da je vrijednost Rudnika precijenjena za oko 12 miliona eura. Stoga su u nastavku obrazložene kalkulacije o precijenjenosti u odnosu na pojedinačne stavke, za koje je bila dostupna dokumentacija.

2. Razlozi velike precijenjenosti Rudnika uglja su dvostrani. Prvo, došlo je do fiktivne konsolidacije firme kroz knjigovodstveno prilagođavanje bilansa (bilansi stanja, uspjeha i toka gotovine), usljed čega je knjigovodstveno posmatrano firma prikazana vrednijom, nego što je u stvarnosti, i to samo u posljednjoj godini, ali ne i u prethodnih desetak godina. Odgovornost za ovaj dio leži prvenstveno na menadžmentu Rudnika uglja, ali je značajan dio odgovornosti i na kupcu, odnosno Elektroprivredi Crne Gore (EPCG).

Drugu grupu razloga za precijenjenost firme treba tražiti u samoj procjeni vrijednosti Rudnika uglja, koju je uradio revizor Deloitte. Njegova odgovornost je ogromna i odnosi se **ne toliko na nelogičnosti napravljene u samoj procjeni, već na činjenicu da** je prihvatio ugovorni aranžman, prema kojem je trebalo da uradi procjenu na bazi podataka koje mu je obezbijedio naručilac projekta. **Procjenitelj, dakle, nigdje nije provjeravao vjerodostojnost dobijenih podataka,** pa se njegova uloga procjenjivača faktički svela na obavljanje skupa jednostavnih NPV (net present value) aritmetičkih vježbi primijenjenih na dobijenim podacima. Očito je Deloitte založio svoj brend da bi opravdao visoku cijenu usluge, a sa druge strane to je kupcu i prodavcu trebalo da posluži da se u javnosti mogu pozivati na reputaciju te revizorske kuće.

3. U samoj procjeni je, kako je to uobičajeno, primijenjen prinosni metod ili metod projekcije toka gotovine i računanja sadašnje vrijednosti tog toka. Naravno, kada kompanija ima neke značajne potencijale, čija se vrijednost ne manifestuje kroz postojeće finansijske izvještaje, jer se ti potencijali još ne koriste, legitimno je napraviti potpuno novu projekciju tokova poslovanja i tokova gotovine kako bi se evaluirala vrijednost oportuniteta koje kompanija ima. Međutim, **pravila procjenjivanja fer tržišne vrijednosti kažu da ti oportuniteti moraju biti realni. U tom smislu primijetimo, prvo, da Rudnik uglja Pljevlja očito ne predstavlja novu tehnologiju, čija se vrijednost do sada nije mogla manifestovati kroz finansijske izvještaje.**

Drugo, mnogo važnije je da je vrijednost kumulativa investicija koje se predviđaju radi razotkrivanja "pritajenih" oportuniteta Rudnika uglja oko tri puta veća od ukupne vrijednosti imovine kompanije na dan 31.12.2017. godine. Ukoliko je u ovakvim projekcijama prosječna veličina toka gotovine samo za nekoliko procentnih poena veća od diskontne stope, dobićemo da je kompanija znatno "vrednija", nego kada na ovaj način ne bi korigovali projekcije. To je upravo ovdje slučaj i veliko "naduvavanje" investicija u nove poslovne sadržaje je isključivo u funkciji povećanja vrijednosti kompanije. Postupajući na ovaj način, Deloitte je utvrdio fer tržišnu vrijednost kompanije u iznosu od 32.500.000 eura, odnosno fer tržišnu vrijednost akcije od 6,40 eura.

Međutim, **ako pođemo od tokova gotovine dobijenih na bazi prosjeka u posljednjih šest godina za koje smo raspolagali podacima i pretpostavimo da će Rudnik uglja biti eksploatiran čitavih 45 godina, tada, primjenjujući istu diskontnu stopu koju primjenjuje i Deloitte, dobijamo da je fer tržišna vrijednost kompanije jedva oko 2,5 miliona eura. Ako, pak, korigujemo tok gotovine tako da bude na nivou toka neto dobiti, primjenom istog metoda dobijamo da je prinosa vrijednost kompanije na nivou od 20.602.544 eura. I ova krajnje optimistična vrijednost je za oko trećinu, odnosno za oko 12 miliona eura manja od vrijednosti do koje je došao Deloitte.** Nažalost nijesmo imali dodatnih podataka koji bi ovu standardizaciju recentnih finansijskih izvještaja učinili još preciznijom i pouzdanijom, ali će dodatne analize koje slijede to nadomjestiti. Primijetimo uz to da je ovako utvrđena vrijednost, zapravo, vrlo bliska tržišnoj vrijednosti Rudnika uglja.

4. Prethodno date projekcije Deloitte zasnivaju se na projektu izgradnje Drugog bloka Termoelektrane u Pljevljima, koji bi počeo rad od 2023. godine i radio punih 40 godina, odnosno sve do kraja 2062. godine. Međutim, u decembru 2017. godine Vlada i EPCG su raskinule ugovor sa češkom kompanijom Škoda Praha za izgradnju Drugog bloka, jer ona nije uspjela da pronađe finansijera. Sve to govori da je projekcija početka rada ekstremno nerealna, te da u skladu sa tim ima dramatičan uticaj na porast procijenjene vrijednosti Rudnika uglja. Realno je da sa realizacijom projekta dođe mnogo kasnije. To znači da bi, čak i da ne postoje primjedbe vezane za rudne rezerve, za nivo investicija i nivo aktivnosti, sa kasnijim počinjanjem rada Drugog bloka, došlo do dramatičnog pada procjene vrijednosti Rudnika uglja. Ovo zato što bi se "oportuniteti" čiju vrijednost nastojimo da utvrdimo morali jače i duže diskontovati. Jednostavnije rečeno, prirast vrijednosti i procijenjenost kompanije od 12 miliona eura moralo bi se duže i snažnije diskontovati, što bi znatno umanjilo vrijednost do koje dolazi Deloitte. Sa, recimo, samo tri godine kašnjenja procijenjena vrijednost kompanije bi pala za skoro 30% u odnosu na prirast vrijednosti od 12 miliona, odnosno vrijednost bi bila manja za ukupan iznos od 3,6 miliona eura (0,30x12 miliona). Sa četiri godine kašnjenja procijenjena vrijednost bi bila manja za 42% od prirasle vrijednosti, odnosno za oko 5 miliona eura (0,42x12 miliona). Konačno, sa pet godina kašnjenja procijenjena vrijednost bi bila manja od prirasle vrijednosti za čitavih 55% ili za oko 6,6 miliona eura, i tako dalje. Dakle, mogući raspon smanjenja vrijednosti kompanije usljed realne mogućnosti kašnjenja, koju ni Deloitte ne negira, morala bi se sa 100% izvjesnosti kretati u nevjerovatnom rasponu od 3,6 miliona eura do 6,6 miliona eura.

5. Ukupna vrijednost investicija za realizaciju pomenutog poduhvata je oko 180 miliona eura (31,3 za eksproprijaciju zemljišta i 148,3 miliona za ulaganja u fiksne fondove). Ove investitije su za oko 3,6 puta veće od vrijednosti postojećih fiksnih i obrtnih fondova kompanije, tj. od vrijednosti aktive same kompanije, i čak za oko šest puta veće od ovako procijenjene fer tržišne vrijednosti kompanije.

Međutim, to ni izdaleka nijesu sve investicije. Prvo, **nijesu uzeta uopšte ulaganja u rekultivacije rudnika**, što je obaveza shodno Zakonu o rudarstvu. Drugo, nijesu uzeti u obzir **ni troškovi za izgradnju novih odlagališta otpada rude, koji ukupno mogu iznositi na desetina miliona eura**. Konačno, treće, ovdje nijesu uzeti u obzir ni enormni **troškovi preseljenja stanovništva koji su preduslov aktiviranja pojedinih ležišta uglja**. Ovi potonji izdaci bi morali biti jako visoki usljed izuzetno agresivnog napada na gotovo sva ležišta uglja. Sve u svemu, već po osnovu ove stavke vidimo da se radi o investicijama od nekoliko desetina miliona eura. Njihovo unošenje u projekcije tokova gotovine bi, očito, samo po sebi umanjilo sadašnju vrijednost kompanije za više nego jednu trećinu procijenjene vrijednosti.

6. Veliki problem po ovu procjenu vrijednosti predstavljaju i pretpostavke o volumenu rude uglja kojima Rudnik raspolaže. Riječ je o velikim **neizvjesnostima kako u pogledu količine rezervi uglja, tako i u pogledu njegovog energetskeg kvaliteta**. I obim i kvalitet rezervi je problematičan. Projekcije su bazirane na pretpostavci da Rudnik raspolaže sa 90,2 miliona tona rude. Dosadašnja istraživanja su, međutim, pokazala da je samo 66,8 miliona tona neupitno, dok je ostatak, koji čini 26% od procijenjene veličine, upitan kako u pogledu količine, tako i u pogledu kvaliteta.

Iz toga proizilazi da bi, ako se ispostavi da su sumnje u kapacitet ležišta uglja opravdane, i sama sadašnja vrijednost značajno opala. Sigurno ne za 26%, već znatno manje, ali ipak značajno zbog toga što projekat ne bi mogao trajati koliko je sada projektovano, već za nekih desetak godina manje.

7. U okviru čitave investicije treba obratiti pažnju i na činjenicu da **nigdje nije dat odgovor na pitanje da li je planirani dinamični rast aktivnosti Rudnika uglja, i sa njim povezan rast proizvodnje električne energije iz ovih izvora, optimalan sa stanovišta elektro energetskeg sistema Crne Gore**. Ovdje imamo u vidu činjenicu da je struja najskuplja upravo iz termoelektrana na ugalj i da se sa njenom proizvodnjom ne smije ići preko potrebe za stabilnim funkcionisanjem elektroprivrednog sistema snabdijevanja potrošača.

8. Takođe, najava rada potencijalnog Drugog bloka do 2062. godine je suprotna politici zemalja Evropske Unije, koje su se obavezale da će do 2050. zatvoriti termoelektrane na ugalj i time smanjiti emisije ugljen dioksida u vazduh. Crna Gora je kandidat za članstvo u Evropsku Uniju, a studije objavljene 2017. godine impliciraju da bi zemlje Evropske Unije termoelektrane na ugalj mogle zatvoriti i ranije, odnosno do 2030. Trebalo bi računati i na mogućnost da bi organizacija samih domaćih protivnika termoelektrane mogla doprinijeti da se njen rad reducira i prije 2050. godine. Kada pominjemo domaće stakeholdere mislimo na Pljevljake koji trpe ogromne ekološke uticaje rada termoelektrane, a koji se manifestuju u vidu pogoršanja zdravlja i kvaliteta života s jedne strane, te povećanja troškova zdravstvenog sistema s druge strane.

Začuđuje da mogućnost ovakve redukcije rada termoelektrane uopšte nije uzeta u obzir prilikom projekcije, čak ni u vidu očekivanja (vjerovatnoće) da se tako nešto može desiti. To bi bila korektna, ali ne i najbolja moguća projekcija, jer bi najbolja bila ona u kojoj bi se tražila precizna procjena svih eksternih troškova. Pošto je ovdje riječ o projektu čije su javne implikacije od velikog značaja, EPCG je morala insistirati na takvom pristupu kod obračuna tokova troškova projekta. Ovo bi se moralo raditi čak i kada bi EPCG bila 100% u privatnom vlasništvu jer bi, u tom slučaju, Država morala bila ta koja bi nametnula primjenu ovakve metodologije, ako već nije uvela kaznene poreze za polutante. Primjena ovakve metodologije bi dodatno snažno oborila procijenjenu vrijednost kompanije.

9. Iako sadašnji koncesioni ugovor, prema kojem Rudnik uglja plaća državi izuzetno nisku koncesionu naknadu od 672.000 eura godišnje, ističe već 2025. godine, Deloitte je procijenio da će Rudnik plaćati isti iznos koncesione naknade sve do kraja 2062. godine. S tim u vezi nije predvidio nikakve dodatne izdatke po osnovu javnih prihoda. Upravo ta projekcija predstavlja izvor **pravne neizvjesnosti**, s obzirom na moguće izmjene zakonskog okvira u tako dugom vremenskom periodu. Bilo koje značajnije povećanje ove naknade, a koje je moguće očekivati, uticalo bi na pad vrijednosti kompanije. Tako recimo, ako bi koncesiona nadoknada porasla samo za 328 hiljada, što bi ukupnu koncesionu nadoknadu podiglo sa 672 hiljade na 1 milion eura godišnje, tada bi **fer vrijednost kompanije pala za čitavih 3,5 miliona eura.**

10. Prilikom rezervisanja obaveza Rudnika uglja za sudske sporove, Deloitte je ukazao na sudski spor koji to preduzeće ima sa Opštinom Pljevlja, čija je vrijednost 5.067.000 eura. Deloitte je naveo da je menadžment Rudnika uglja procijenio vjerovatnoću gubitka spora od 40 odsto, pa je **po tom osnovu fer tržišnu vrijednost kompanije korigovao, tj. umanjio samo u tom iznosu, odnosno za 2.027.000 eura, umjesto za 5.067.000 eura.** Smatramo da se ovdje, s obzirom na prirodu spora, mora ići sa kompletnim iznosom potraživanja. To znači da je samo po ovom osnovu vrijednost kompanije **precijenjena za 3,04 miliona eura.**

11. Na sadašnju vrijednost pljevaljske kompanije, Deloitte je dodao iznos od 2.083.000 eura po osnovu neoperativne imovine, odnosno zemljišta van upotrebe, koju je identifikovao menadžment Rudnika uglja. Tu imovinu predstavlja 1.138.794 kvadrata zemljišta na nekoliko lokacija u Pljevljima u vlasništvu Rudnika uglja. Međutim, vrijednost većine te imovine utvrđena je u daleko većem iznosu, nego što zaista vrijedi. Po našoj procjeni vrijednost kompanije je samo po ovom osnovu precijenjena za iznos od 1,7 miliona eura.

12. Najvažnija pozicija vezana za moguće „kreativno prilagođavanje” bilansa odnosi se na nagli rast gotovine i gotovinskog ekvivalenta u poslednjoj godini poslovanja: sa prosječnih 203.000 eura u posljednjih sedam godina dolazi do skoka na 6.127.000 eura na kraju 2017. godine. Do enormnog rasta gotovine i gotovinskog ekvivalenta u 2017. je došlo najvjerovatnije usljed smanjenja iznosa potraživanja iz poslovnih odnosa u gotovo istom iznosu. Glavni poslovni partner Rudnika uglja je EPCG, koja od njega kupuje ugalj za rad Termoelektrane Pljevlja. Nažalost, Deloitte ne daje objašnjenje kako je došlo do uvećanja gotovine i da li je tome doprinijela upravo EPCG. Deloitte je bio dužan da objasni kako je došlo do ekstremnog skoka gotovine Rudnika uglja, jer je upravo za taj iznos firma postala vrednija i skuplja. Ovo stoga što se ova vrijednost gotovine prvo odbija od ukupne vrijednosti dugova, koji se potom, tako umanjeni, odbijaju od sadašnje vrijednosti finansijskog toka da bi se utvrdila fer tržišna vrijednost kapitala. To je očigledno isto kao da smo ovu vrijednost gotovine dodali vrijednosti kapitala preduzeća.

13. Važno je takođe primijetiti da najznačajniji dio kratkoročnih obaveza na kraju 2016. godine čine raznorazne fiskalne i parafiskalne obaveze. Neuplaćeni porezi i doprinosi u januaru 2017. godine iznose 13.437.192 eura. Ostatak poreskog duga za koji je odobren reprogram (umanjen za 30 odsto) u ukupnom iznosu od **9.406.034 eura** će biti vraćen u 60 mjesečnih rata u iznosu od 156.767 eura, od kojih prva rata dospijeva 01. avgusta 2017. godine do krajnjeg roka otplate 01. jula 2022. godine. Ako obratimo pažnju na okolnost da Rudnik uglja za ovo odlaganje plaćanja dugova od pet godina ne plaća nikakve kamate, znači da je Država Crna Gora na ovaj način u periodu neposredno pred procjenu vrijednosti značajno uticala da dođe do realnog prirasta vrijednosti kapitala Rudnika. **Prema našoj procjeni, vrijednost kompanije je zbog ovoga porasla za čitavih 2.107.742 eura.**

14. Konačno, jasno je na osnovu iznijetih analiza u studiji da Rudnik uglja Pljevlja vrijedi najvjerovatnije oko 20 miliona eura. Takođe je **jasno da je vrijednost akcije u tom slučaju negdje oko 4 eura, a ne 6,4 eura,** kako je to utvrdio Deloitte.

U ovoj analizi smo jasno kvantitativno identifikovali sljedeće vrijednosti:

- Prvo, utvrdili smo da ako dođe do odlaganja realizacije projekta Drugog bloka od samo tri do četiri godine, vrijednost kompanije opada za čitavih 4,8 miliona eura (sa rastom docnje do 5 godina, što je bliže našoj realnosti, vrijednost kompanije opada za čitavih 6,6 miliona);
- Drugo, očekivan porast koncesione naknade za samo 328 hiljada eura godišnje, tj rast ove naknade sa 672 hiljade na 1 milion, dovodi do pada vrijednosti kompanije za oko 3,5 miliona eura;
- Treće, vrijednost koju treba izdvojiti za očekivane obaveze po osnovu sudskog spora sa opštinom Pljevlja treba uvećati za iznos od 3.040.000 eura;
- Četvrto, vrijednost neoperativne imovine sa kojom je računao Deloitte je bez ikakve dileme precijenjena za čitavih 1,7 miliona eura.

Na osnovu prethodno datih, prilično preciznih mjerenja, koje je bilo moguće izvesti, dolazimo do zaključka da je vrijednost kapitala Rudnika uglja samo po osnovu ovih stavki, precijenjena za najmanje 12 miliona eura.

Identifikovali smo i čitav niz drugih stavki koje su po svojoj težini značajnije, ali koje u kratkom vremenu nije bilo moguće izmjeriti. Prema tome, možemo reći da je 12 miliona eura najmanja moguća mjera precijenjenosti vrijednosti kompanije. Nijesmo imali ni zadatak, ni podatke, ni vrijeme potrebno za procjenu vrijednosti Rudnika. Analiza koju prilažemo prije je evaluacija, čiji bi osnovni zaključak bio da se ponovo uradi procjena vrijednosti kompanije Rudnik uglja Pljevlja.

II: UVODNE NAPOMENE

Revizorska kuća Deloitte uradila je u februaru 2018. godine za potrebe EPCG izvještaj o procjeni vrijednosti akcija pljevaljskog Rudnika uglja.¹ Procjena je utvrđena na datum 31. decembar 2017. godine i obuhvatila je fer i investicionu vrijednost, shodno zahtjevu EPCG. Docnije je Deloitte na bazi ove studije izvršio i procjenu fer tržišne vrijednosti akcija na dan 28.03.2018. godine, koja je bila potrebna radi donošenja odluka o kupoprodaji Rudnika od strane EPCG.

Prema objašnjenju Deloitte, fer vrijednost akcija je cijena koja bi bila dobijena za prodaju imovine, ili plaćena za prenos obaveze u redovnoj transakciji između učesnika na tržištu na datum odmjerenja, dok se investiciona vrijednost zasniva na potencijalnim dodatnim uštedama u poslovanju EPCG koje povećavaju raspoloživi novčani tok i generišu dodatnu vrijednost, ako je većinski vlasnik.

Revizor Deloitte je tržišnu vrijednost akcija Rudnika uglja utvrdio na 6,40 eura po akciji, a investicionu vrijednost na 6,90 eura. U martu 2018. godine Deloitte je EPCG dostavio Elaborat o fer vrijednosti akcija Rudnika uglja Pljevlja na dan 28. mart 2018. godine, koji je sadržao iste podatke i takođe istu procjenu o tržišnoj vrijednosti akcija Rudnika uglja u iznosu od 6,40 eura za akciju.²

¹ Izvještaj o procjeni fer i investicione vrednosti akcija Rudnika uglja Pljevlja na dan 31.12.2017. godine, Deloitte Beograd, broj 1338 – IIF, od dana 23. februara 2018. godine; link: https://www.epcg.com/sites/epcg.com/files/multimedia/gallery/files/2014/04/tacka_1_prilog_1_izvestaj_deloittea_o_procjeni_fer_i_invest_vrijednosti_akcija_rup_mne.pdf

² Elaborat o fer vrijednosti akcija emitenta Rudnik uglja AD Pljevlja na dan 28.03.2018. godine, Deloitte Beograd, od dana 07. marta 2018. godine

III: VRIJEDNOST KOMPANIJE JE PRECIJENJENA USLED LOŠIH PODATAKA NA KOJIMA JE ZASNOVANA PROCJENA VRIJEDNOSTI I USLED FIKTIVNE KONSOLIDACIJE POJEDINIH RAČUNOVODSTVENIH STAVKI RUDNIKA UGLJA PRIJE PRODAJE

Polazeći od podataka o neto toku gotovine u prethodnih nekoliko godina nije uopšte moguće pramaći se ni izbliza fer vrijednosti kapitala Rudnika uglja Pljevlja do kojeg je došao procjenjivač Deloitte – oko 32,5 miliona eura. Primijenjujući istu diskontnu stopu koju je primjenjivao i Deloitte (9,1%) na neto tok gotovine dat u finansijskim izvještajima za pet posljednjih godina, dobijamo vrijednost od jedva **2,5 miliona eura**, što predstavlja frapantnu razliku koja sama po sebi zahtijeva objašnjenje, koje nijesmo dobili u ovom elaboratu. Objašnjenje je vjerovatno u okolnosti, na koju je Deloitte skrenuo pažnju u jednoj TV debati, da on ugovorom nije preuzeo odgovornost da izvrši reviziju, pa smo zato uskraćeni za ovo objašnjenje. Još je teže nama uraditi to u kratkom periodu sa malo podataka.

Izvjerno približavanje vrijednosti procjene dobijamo ako standardizujemo tok gotovine na način da pretpostavimo da su investicije u zamjenu osnovnih sredstava jednaka amortizaciji, što bi dugoročno gledano trebalo da bude slučaj. U tom poboljšanom slučaju neto tok se poistovećuje sa tokom neto dobiti, što primjenom poznate metodologije za obračun prinodne vrijednosti kapitala daje vrijednost od **20.602.544** eura. Ako ovu vrijednost podijelimo sa brojem ukupnih akcija – 5.064.443 akcije, dobijamo vrijednost od oko 4,07 eura po akciji. Kao što znamo, tržišna vrijednost akcija je 31. decembra 2017. iznosila 4,55 eura. Ove vrijednosti su dosta bliske jedna drugoj i za trećinu su manje od procijenjene fer tržišne vrijednosti do koje dolazi Deloitte. Preciznije, ovako utvrđena vrijednost je za oko 12 miliona eura manja od fer tržišne vrijednosti kako ju je utvrdio Deloitte. Mogla se, naravno, napraviti i daleko bolja standardizacija toka gotovine kompanije, pa time i preciznija ocjena, ali je za to bilo potrebno daleko više knjigovodstvenih podataka.

Najveći udio u kapitalu ima italijanska kompanija A2A sa 39,49 odsto udjela, odnosno 2 miliona akcija. Država Crna Gora ima 31,11 odsto udjela, odnosno 1.575.632 akcije, dok Aco Đukanović ima 11,84 odsto u kapitalu ili 599.798 akcija. Preostalih 17,56 odsto udjela ili 889.013 akcija pripada fizičkim i pravnim licima.

| VLASNICI | BROJ AKCIJA | PROCENAT |
|------------------|------------------|------------|
| A2A | 2.000.000 | 39,49 |
| Država Crna Gora | 1.575.632 | 31,11 |
| Aco Đukanović | 599.798 | 11,84 |
| Ostali | 889.013 | 17,56 |
| UKUPNO | 5.064.443 | 100 |

Tabela 1: Vlasnička struktura na kraju 2017. godine

1. Primijenjena DNT metodologija u procjeni vrijednosti Rudnika uglja Pljevlja

Deloitte je za utvrđivanje vrijednosti Rudnika uglja izabrao metod diskontnih novčanih tokova (DNT), kako bi utvrdio njegovu fer vrijednost. Ovaj metod procjene se češće naziva prinosnim metodom procjene, a kao alternativa se koristi i takozvani substancijalni metod, ili metod troškova reprodukcije. Prema DNT modelu, **određeno preduzeće vrijedi onoliko koliko danas vrijede budući novčani tokovi koje će ono generisati.** Tri glavna inputa za ovu metodu su: slobodni novčani tokovi preduzeća,³ cijena kapitala⁴ i stopa dugoročnog rasta.⁵ Teorijski model na kojem se zasniva ovakva procjena poznat je kao Gordonov (1966) model.

Ovo je jedna od najčešće korištenih metoda utvrđivanja vrijednosti nekog preduzeća. Metoda se zasniva na analizi finansijskih izvještaja preduzeća i metod zapravo utvrđuje sadašnju vrijednost očekivanih novčanih tokova preduzeća, diskontovanih po stopi koja odražava rizičnost istih. Ako i kada finansijski izvještaji ne odražavaju pravo stanje stvari pribjegava se projektovanju tokova poslovanja, posebno tokova gotovine, kako bi se utvrdila vrijednost kompanije. Takođe, a to je mnogo važnije, kada kompanija ima neke značajne potencijale, čija se vrijednost ne manifestuje kroz finansijske izvještaje, jer se ti potencijali još ne koriste (posebno je ovo važno za nove tehnologije), legitimno je napraviti potpuno novu projekciju tokova poslovanja i tokova gotovine kako bi se evaluirala vrijednost oportuniteta koje kompanija ima. Međutim, pravila procjenjivanja fer tržišne vrijednosti posebno insistiraju na tome da oportuniteti čije efekte unosimo u nove projekcije moraju biti realni.

U tom smislu, prvo što možemo konstatovati jeste da **Rudnik uglja Pljevlja očito ne predstavlja neku novu tehnologiju čija se vrijednost do sada nije mogla manifestovati kroz finansijske izvještaje.** Drugo, mnogo važnije, vrijednost kumulativa investicija koje se predviđaju radi razotkrivanja "pritajenih" oportuniteta Rudnika je oko tri puta veća od ukupne vrijednosti imovine kompanije na dan 31.12.2017. godine. Ovo ne treba da čudi kada se ima u vidu okolnost da ukupne investicije u opremu trebaju da u narednom periodu iznose 148,3 miliona eura, što zajedno sa sredstvima od 31,3 miliona za eksproprijaciju čini oko 180 miliona investicija. Ukoliko je u ovakvim projekcijama tok gotovine samo za nekoliko procentnih poena veći od diskontne stope, dobićemo da je kompanija znatno vrednija, nego kada na ovaj način ne bi korigovali projekcije. To je upravo ovdje slučaj i **veliko "naduvavanje" investicija u nove poslovne sadržaje je isključivo u funkciji povećanja vrijednosti kompanije.**

Da bi vidjeli o kako velikom investicionom poduhvatu se radi pogledajmo grafičku prezentaciju kretanja kumulativa investicija u projektovanom periodu zajedno sa kretanjem imovine kompanije u periodu koji prethodi prodaji. Kumulativ investicija smo, slikovitosti radi, dodali vrijednosti imovine u trenutku prodaje.

Obratimo pažnju na dvije stvari. Prvo, **u periodu od 2011. godine do sada imamo permanentno i dramatično smanjenje vrijednosti imovine, tj. dezinvesticije u imovinu Rudnika uglja. Drugo, sada**

³ Slobodni novčani tokovi dobijaju se kada se od operativnih rezultata preduzeća (EBIT) umanjuju kapitalne investicije (ulaganja u materijalnu i nematerijalnu imovinu) i ulaganja u obrtni kapital

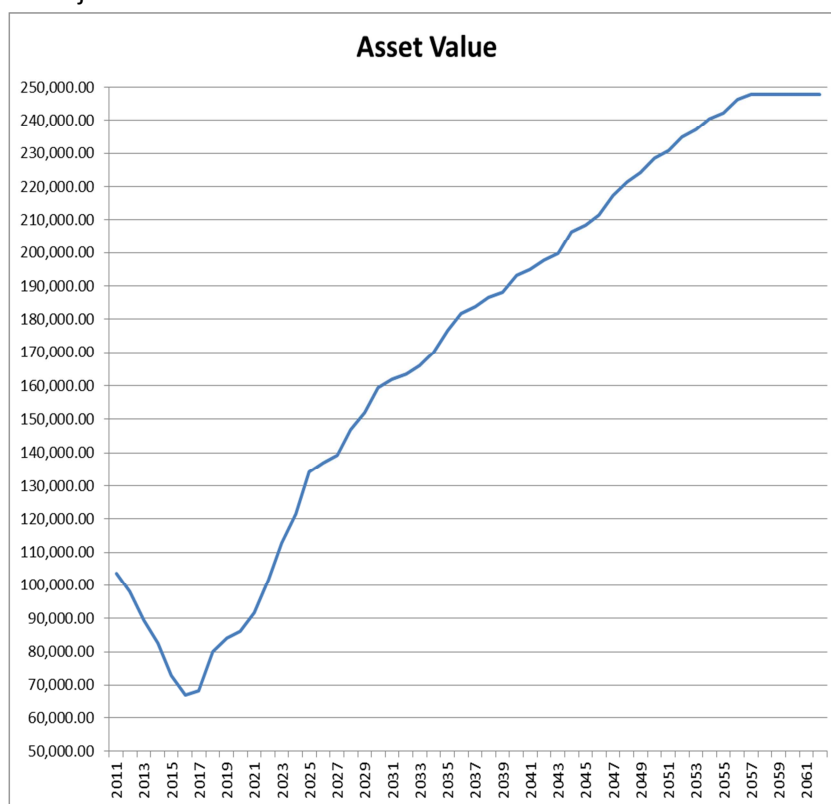
⁴ Trošak kapitala odražava prinos koji preduzeće u prosjeku treba da zaradi kako bi zadovoljilo očekivanja investitora; on se određuje na osnovu prosječnog ponderisanog troška kapitala po osnovu formule koji je prosjek troška duga (kamatonosnog) i troška glavnice; dobijenom diskontnom stopom se očekivani novčani tokovi svode na sadašnju vrijednost

⁵ Dugoročna stopa rasta "g" najčešće predstavlja 10-godišnji prosjek Bruto Društvenog proizvoda (ili pretpostavke rasta Bruto Društvenog Proizvoda) ili pretpostavke rasta određene industrije

odjednom od istog tog Rudnika uglja očekujemo da putem investicija stvori imovinu koja je tačno 3,63 puta veće od one koju sada ima. To je ekstremno nerealna pretpostavka.

Radeći na taj način, Deloitte je utvrdio da fer tržišna vrijednost Rudnika uglja Pljevlja iznosi 39.605.000 eura,⁶ a zatim je taj iznos umanjio za neto dug u iznosu od 7.161.000 eura i rezervisanje za sudske sporove od 2.027.000 eura, te povećao za 2.083.000 eura po osnovu neoperativne imovine. Neto dug je, sa svoje strane, izračunat tako što je od ukupnog duga Rudnika oduzeta vrijednost gotovine i gotovinskog ekvivalenta na dan 31.12.2017. godine. Na taj način je utvrdio fer tržišnu vrijednost kompanije u iznosu od 32.500.000 eura, odnosno fer tržišnu vrijednost akcije od 6,40 eura.

Međutim, **pođimo od tokova gotovine dobijenih na bazi prosjeka u posljednjih šest godina za koje smo raspolagali podacima i pretpostavimo da će Rudnik uglja biti eksploatisan čitavih 45 godina, tada, primjenjujući istu diskontnu stopu koju primjenjuje i Deloitte, dobijamo da je fer tržišna vrijednost kompanije jedva oko 2,5 miliona eura. Ako pak korigujemo tok gotovine tako da bude na nivou toka neto dobiti primjenom istog metoda dobijamo da je prinosna vrijednost kompanije 20.602.544 eura. Ova vrijednost je za oko trećinu, odnosno za oko 12 miliona eura manja od vrijednosti do koje je došao Deloitte.** Tako utvrđena ona je vrlo bliska tržišnoj vrijednosti Rudnika uglja, kao i substancijalnoj vrijednosti dobijenoj na osnovu nekorigovanih knjigovodstvenih podataka. Prema tome, možemo sa velikom izvjesnošću tvrditi da je tih 12 miliona eura razlike jednako prirastu procijenjene vrijednosti do koje se došlo polazeći od nerealnih pretpostavki vezanih za ovu investiciju, a do kojih je Deloitte došao polazeći od podataka koje je dobio od naručioca i na bazi kojih je, prema ugovoru, trebalo da izvrši procjenu fer tržišne vrijednosti kapitala i akcija Rudnika.



Grafik 1: Kretanje kumulativa investicija u predviđenom periodu (u hiljadama)

⁶ Ova vrijednost je utvrđena na osnovu sadašnje vrijednosti diskontovanih novčanih tokova u iznosu od 38.593.000 eura i rezidualne vrijednosti koja je utvrđena na 1.011.000 eura

2. Upitna projekcija resursa uglja za proizvodnju i kapitalnih investicija

Kao prvu pretpostavku za definisanje resursa uglja za proizvodnju, **revizor Deloitte je naveo da na kraju 2017. godine rezerve uglja iznose 90,2 miliona tona,⁷ ali je ta procjena upitna.**

Naime, studija konsultanta Fichtner Water & Transportation GmbH (Fichtner), koja je u posjedu Istraživačkog centra MANS-a,⁸ pokazuje da su početkom 2016. godine rezerve uglja u užem pljevaljskom basenu iznosile 66,8 miliona tona, dok potencijalne rezerve, odnosno one koje još nijesu dokazane, pa samim tim nije poznat ni njihov kvalitet, mogu iznositi do 24,5 miliona tona. Pored količine, posebno ističemo kvalitet kao presudnu dimenziju, jer od njega zavisi ne samo energetska sadržaj uglja, koji krucijalno utiče na ekonomsku efikasnost poslovnog sadržaja, već od njega zavisi i ekološki uticaj koji, ako se ispostavi da je nedopustivo štetan, može cijelu poslovnu kombinaciju učiniti upitnom.

Tokom 2016. i 2017. godine za rad postojećeg Prvog bloka Termoelektrane i kroz prodaju trećim licima je potrošeno najmanje 2,8 miliona tona uglja, pa proizilazi da su **stvarne rezerve uglja na kraju 2017. iznosile 64 miliona tona**. A čak i kada bi se dodale potencijalne rezerve od 24,5 miliona tona to bi značilo da je na kraju 2017. godine bilo 88,5 miliona tona uglja, a ne 90,2 miliona, kako navodi Deloitte u izvještaju.

Kao drugu pretpostavku za definisanje resursa uglja za proizvodnju, **Deloitte je projektovao da će buduća eksploatacija biti na ukupno devet ležišta rude u takozvanom užem pljevaljskom basenu**. Uz ležište Potrica, sa kojeg se trenutno eksploatiše ruda, to su još: Mataruge (bilo bi otvoreno od 2021. godine), Bakrenjače i Komini (od 2023. godine), Glisnica (od 2024. godine), Kalušići (od 2028. godine), Otilovići (od 2034. godine), Grevo (od 2044. godine) i Rabitlje (od 2050. godine).

Međutim, upravo je **Fichtner još 2009. godine**, za potrebe Vlade Crne Gore i izradu Strategije razvoja energetike do 2030. godine,⁹ radio studije o ekonomskoj iskoristivosti potencijalnih rudnih ležišta u Pljevljima. Tada je Fichtner **ukazao da su ležišta Kalušići, Grevo, Komini i Rabitlje ekonomski neiskoristivi rudnici koje ne treba uključiti u bilo kakav scenario rezervi uglja na osnovu kojeg će se zasnivati buduća proizvodnja energije**. Pri tome je za ležište Kalušići ukazano da je ugalj na toj lokaciji slabe toplotne vrijednosti i da je područje gusto naseljeno, što bi zahtijevalo velike troškove za preseljenje stanovništva. Te ogromne troškove preseljenja u studiji ne nalazimo. Oni su, naravno, odbitna stavka u toku gotovine, što znači da bi njihovo unošenje u projekciju znatno smanjilo procijenjenu vrijednost Rudnika.

Pored toga, u blizini ležišta Otilovići (u kojem se potencijalne rezerve procjenjuju na tri miliona tona) nalazi se izvorište za snabdijevanje vodom građana Pljevalja, pa u lokalnoj samoupravi smatraju da bi otvaranje rudnika u Otilovićima moglo da ugrozi vodovod.¹⁰

⁷ Revizorska kuća se pozvala na podatke Rudnika uglja Pljevlja i konsultantske kuće Fichtner

⁸ Fichtner Mining & Environment, Coal Resources and Reserves Estimation, Essen, Germany, 30 June 2016

⁹ Dokument Strategija razvoja energetike Crne Gore do 2030 godine, maj 2014. godine;

<http://www.mek.gov.me/biblioteka/strategije>

¹⁰ Primjedba Opštine Pljevlja Ministarstvu ekonomije od dana 26. februara 2015. godine, a dostavljena tokom javne rasprave za koncesioni akt za ležište Otilovići

Očito je da je obrađivač pošao od nerealnih pretpostavki koje su trebale da učine uvjerljivom projekciju visokog nivoa investicione aktivnosti (izgradnja Drugog bloka), što je sve trebalo da učini realističnom povećanu aktivnost, pa time i povećava vrijednost kompanije.

Treća pretpostavka resursa za proizvodnju uglja odnosi se, kao što smo već vidjeli, na **kapitalne investicije za otvaranje novih ležišta do 2060. godine, što je procijenjeno na ukupno 179,6 miliona**. Od toga su 31,3 miliona za eksproprijaciju zemljišta, a 148,3 miliona za nabavku rudarske opreme. Obratimo pažnju na okolnost da su ove investicije oko 3,63 puta veće od vrijednosti postojećih fiksnih i obrtnih fondova kompanije, tj. od vrijednosti aktive same kompanije, i čak oko šest puta veće od ovako procijenjene fer tržišne vrijednosti kompanije.

Međutim, to ni izdaleka nijesu sve investicije, jer **revizor Deloitte u kapitalne investicije nije uopšte ukalkulisao fer troškove rekultivacije rudnika**, što je obaveza shodno Zakonu o rudarstvu, ali **ni troškove za izgradnju novih odlagališta otpada rude, koji ukupno mogu iznositi na desetine miliona eura**. Ovdje, naravno, nijesu uzeti ni, već ranije pomenuti, enormni troškovi preseljenja stanovništva, koji su preduslov aktiviranja pojedinih ležišta uglja.

Konačno, **nigde nije dat odgovor na pitanje da li je planirani dinamični rast aktivnosti Rudnika uglja, i sa njim povezan rast proizvodnje električne energije iz ovih izvora, optimalan sa stanovišta elektroprivrednog sistema Crne Gore**. Naime, poznato je da su troškovi električne energije proizvedeni iz termoelektrana (pogotovo baziranih na uglju) znatno veći od troškova električne energije na bazi hidro i drugih potencijala. Konsekventno, što je veće učešće na ovaj način proizvedene struje, to je i cijena koštanja struje u nekom sistemu veća. Struja iz termoelektrana, međutim, ima veliku korisnost, jer omogućava da se spriječe značajnije dnevne i sezonske oscilacije u proizvodnji i da se na taj način obezbijedi stabilnost u snabdijevanju strujom. Optimizacija sistema podrazumijeva, dakle, da se iz ovih izvora samo zadovolji pomenuta funkcija, a da se sva potreba za energijom preko te potrebe obezbijedi iz drugih, znatno jeftinijih izvora. U izvještaju o procjeni se o ovome ništa ne kaže. U slučaju da se investicioni program realizuje, građani će biti oštećeni i sutra bi plaćali veću cijenu električne energije, a sam EPCG sistem bi izgubio na vrijednosti. Njegova unutrašnja vrijednost bi, zbog porasta troškova poslovanja, opala.

Naprijed rečeno upućuje na zaključak da bi, već po ovoj tački razmatranja, procjena vrijednosti koja bi na pravi način uzela u obzir ograničenja vezana za volumen i kvalitet uglja i njegovih ležišta, pokazala da je vrijednost uglja bila manja od procijenjene za najmanje jednu trećinu, tj za najmanje oko 12 miliona eura. Nažalost, sa raspoloživim podacima nije bilo moguće napraviti ovakvu procjenu, iako su nelogičnosti napravljene u procjeni po ovom osnovu najveće po svojoj vrijednosti.

3. Ambiciozna projekcija početka rada Drugog bloka od 2023. godine

Procjenu fer vrijednosti akcija Rudnika uglja Deloitte zasniva na projektu izgradnje Drugog bloka Termoelektrane u Pljevljima, koji bi počeo rad od 2023. godine i radio punih 40 godina, odnosno sve do kraja 2062. godine. Međutim, u decembru 2017. godine Vlada i EPCG su raskinule ugovor sa češkom kompanijom Škoda Praha za izgradnju Drugog bloka, jer ona nije uspjela da pronađe finansijera.¹¹

¹¹ Informacija na sajtu Vlade Crne Gore pod naslovom „Donijeta odluka o okončanju saradnje sa češkom kompanijom Škoda Praha na Projektu izgradnje Bloka II TE Pljevlja“, od dana 27. decembra 2017. godine; link: <http://www.gov.me/vijesti/180092/Donijeta-odluka-o-okoncanju-saradnje-sa-ceskom-kompanijom-skoda-praha-na-projektu-izgradnje-bloka-ii-te-pljevlja.html>

Do marta 2018. godine Projekat Drugog bloka bio je potpuno neizvjestan i upitna je projekcija da se za četiri i po godine sprovedu svi postupci za dobijanje elaborata procjene uticaja na životnu sredinu i izdavanje građevinske dozvole, a zatim sagradi i sama termoelektrana.

Čak i da ne postoje ranije pomenute primjedbe vezane za rudne rezerve, nivo investicija i aktivnosti, **sa kasnijim početkom rada Drugog bloka došlo bi do dramatičnog pada procjene vrijednosti Rudnika uglja.** Ovo stoga što bi se “oportuniteti” morali jače i duže diskontovati. Jednostavnije rečeno, prirast vrijednosti koji donosi nova investicija, za koji smo rekli da bi trebalo biti negde oko 12 miliona eura, bi se morao duže i snažnije diskontovati, što bi znatno umanjilo njegovu vrijednost. Sa, recimo, samo tri godine kašnjenja procijenjena vrijednost kompanije bi, pri pretpostavljenoj diskontnoj stopi od 9,1%, pala za skoro 30% u odnosu na prirast vrijednosti od 12 miliona, odnosno vrijednost bi bila manja za ukupan iznos od 3,6 miliona eura (0,30x12 miliona). Sa četiri godine kašnjenja procijenjena vrijednost bi bila manja za 42% od prirasle vrijednosti. Konačno, sa pet godina kašnjenja procijenjena vrijednost bi bila manja od prirasle vrijednosti za čitavih 55% ili za oko 6,6 miliona eura i tako dalje. Dakle, **moгуći raspon smanjenja vrijednosti kompanije usljed realne mogućnosti kašnjenja, koju ni Deloitte ne negira, morala bi se sa 100% izvjesnosti kretati u nevjerovatnom rasponu od 3,6 do 6,6 miliona eura.**

Takođe, a uz to vjerovatno još važnije, **najava rada potencijalnog Drugog bloka do 2062. godine je suprotna politici zemalja Evropske Unije (EU), koje su se obavezale da će do 2050. zatvoriti termoelektrane na uglalj** i time smanjiti emisije ugljen dioksida u vazduh. Crna Gora je kandidat za članstvo u EU,¹² a studije objavljene 2017. godine impliciraju da bi zemlje EU termoelektrane na uglalj mogle zatvoriti i ranije, odnosno do 2030.¹³

Imajući u vidu da su ekološke pobude razlog EU opredjeljenja da se ukinu termoelektrane do 2050. odnosno do 2030. godine, a uz to posebno imajući u vidu domaće stakeholdere, koji su pogođeni velikim aero i drugim zagađenjima, trebalo bi računati i na mogućnost da bi organizacija samih domaćih stakeholdera protivnika termoelektrane mogla doprinijeti da se rad termoelektrane reducira i prije 2050. Kada pominjemo domaće stakeholdere mislimo na Pljevljake koji trpe ogromne ekološke uticaje termoelektrane, a koji se manifestuju u vidu pogoršanja zdravlja i kvaliteta života građana s jedne strane, te kao povećanje troškova zdravstvenog sistema s druge strane. Mogućnost ovakve redukcije rada termoelektrane uopšte nije uzeta u obzir prilikom projekcije, čak ni u vidu očekivanja (vjerovatnoće) da se tako nešto može desiti. To bi bila korektna, ali ne i najbolja moguća projekcija. Najispravnija bi bila ona korekcija procjene vrijednosti kod koje bi se utvrdile precizne procjene svih eksternih troškova koje se prave preko polucija. Pošto je ovdje riječ o projektu čije su eksterne i javne implikacije od velikog značaja, EPCG je morala insistirati na takvom pristupu kod obračuna tokova troškova projekta. To bi se moralo raditi čak i kada bi EPCG bila 100% u privatnom vlasništvu. U tom slučaju bi država morala nametnuti primjenu ovakve metodologije ili bi preko uvođenja kaznenih poreza za polutante internalizirala eksterne troškove, u kom slučaju bi nametanje metodologije bilo nepotrebno.

¹² Link: <http://www.delme.ec.europa.eu/code/navigate.php?id=19>

¹³ Izveštaj međunarodne organizacije Climate Analytics pod nazivom “EU needs to shut all coal plants by 2030 or will vastly overshoot Paris Agreement”; link: <http://climateanalytics.org/latest/eu-needs-to-shut-all-coal-plants-by-2030-or-will-vastly-overshoot-paris-agreement---report>

Pored toga, **Deloitte projektuje da će postojeći Prvi blok Termoelektrane raditi paralelno sa Drugim blokom sve do 2038. godine, što je u suprotnosti sa drugim zvaničnim dokumentima EPCG.** Tako je u zahtjevu za dobijanje integrisane dozvole za rad Prvog bloka, EPCG projektovala da, nakon njegove ekološke sanacije, samostalno radi sve do 2043. godine, odnosno bez istovremenog rada Drugog bloka.

Čak je i sam Deloitte ukazao da postoji rizik za realizaciju projekta izgradnje Drugog bloka, pa samim tim i za ostvarenje projektovane proizvodnje i prodaje uglja, koji je osnova za procjenu vrijednosti kompanije. Uprkos tome, **potpuno neopravdano je usvojio pretpostavku da će Drugi blok biti izgrađen, ne nudeći pri tome alternativnu procjenu vrijednosti Rudnika uglja Pljevlja ukoliko ne bude realizacije tog projekta.** Prethodno date kalkulacije o smanjenju vrijednosti do kojeg bi došlo samo usljed odlaganja početka rada Drugog bloka od samo tri do pet godina zorno pokazuju da bi ta vrijednost vjerovatno bila znatno manja od procijenjene vrijednosti. I to već samo zbog odlaganja početka rada od nekoliko godina. Zamislimo sada koliko velike bi bile korekcije vrijednosti procjene, kada bi se ukalkulisali efekti koje smo obradili u okviru ovog poglavlja.

4. Sporna procjena o potrošnji uglja trećim licima

Osim prodaje uglja za rad Prvog i Drugog bloka Termoelektrane u Pljevljima, revizor **Deloitte je projektovao značajan rast prodaje uglja trećim licima, koristeći pri tome prilično optimistične procjene, a ne prosječnu potrošnju iz prethodnih godina, koja je bila na daleko nižem nivou od projektovane.** Deloitte navodi da je u 2017. godini Rudnik uglja Pljevlja prodao 134.000 tona uglja trećim licima, odnosno u veleprodaji u Crnoj Gori i Srbiji, kao i domaćinstvima u maloprodaji. To je uvećanje od čak 74 odsto u odnosu na 2016. godinu, u kojoj je prodato 71.650 tona uglja u širokoj potrošnji.

Zvanični podaci Rudnika uglja pokazuju da je u petogodišnjem periodu, odnosno od 2012-2016 godine, prodao ukupno 327.270 tona uglja u širokoj potrošnji, što znači da je godišnji prosjek bio 65.454 tona uglja. **Da je Deloitte uračunao prosjek prodaje uglja u širokoj potrošnji za posljednjih šest godina, dakle uključujući i 2017. godinu, došao bi do vrijednosti od 76.878 tona prosječne godišnje prodaje,¹⁴ ali je umjesto toga primijenio fiksni iznos godišnje prodaje od 109.300 tona do kraja projektovanog perioda.**

| Prosječna potrošnja za period 2012-2017 godina | Fiksna procjena Deloitte za period 2018-2062 |
|--|--|
| 76.878 tona | 109.300 tona |

Tabela 2: Deloitte znatno povećao procjenu prosječne godišnje potrošnje uglja trećim licima

Deloitte nije ponudio razumno objašnjenje zašto je utvrdio fiksni iznos godišnje prodaje uglja trećim licima, a ne prosječnu potrošnju iz prethodnog perioda. Ovo posebno zato što **Rudnik uglja nema dugoročne ugovore o prodaji uglja sa trećim licima u širokoj potrošnji**, a iznad svega zato što uopšte **nije razmatran najavljeni projekat toplifikacije Pljevalja i koliko bi njegova realizacija uticala na smanjenje potrošnje uglja od strane domaćinstava** u Pljevljima. U ovom trenutku domaćinstva u Pljevljima su najveći potrošač

¹⁴ Izvor podataka o prosječnoj potrošnji uglja u širokoj potrošnji su izvještaji revizora za finansijske izvještaje AD Rudnik uglja Pljevlja za 2016. godinu, 2015. godinu, 2014. godinu, 2013. godinu i 2012. godinu, a koji su javno dostupni na sajtu Komisije za hartije od vrijednosti Crne Gore; link: <http://www.scmn.me/emiteni.php?eid=631&sadrzaj=96>

uglja u širokoj potrošnji, a toplifikacija grada bi im omogućila toplotno grijanje i eliminisala potrebu da samostalno kupuju ugalj.

Pretpostavke od kojih u ovom pogledu polazi Deloitte su, dakle, nedopustivo nerealne. **Unošenje korekcija koje bi smanjile neto prinose po ovom osnovu bi takođe smanjile procijenjenu vrijednost Rudnika uglja.**

5. Isti iznos koncesione naknade projektovan i za narednih pola vijeka

U utvrđivanju poslovnih obaveza Rudnika uglja Pljevlja, revizor Deloitte je primijenio još jednu problematičnu pretpostavku, koja se odnosi na obavezu plaćanja koncesione naknade.

Naime, Rudnik uglja eksploatiše rudu u Pljevljima na osnovu ugovora o koncesiji sa Vladom Crne Gore, kojim je predviđena godišnja fiksna koncesiona naknada od 672 hiljade eura i varijabilna naknada od 2,5 odsto vrijednosti proizvodnje, koja uključuje i fiksni dio.

Iako ovaj koncesioni ugovor ističe već 2025. godine, **Deloitte je procijenio da će Rudnik uglja Pljevlja plaćati isti iznos koncesione naknade sve do kraja 2062. godine**, a s tim u vezi nije predvidio nikakve dodatne izdatke po osnovu javnih prihoda. Upravo **ta projekcija predstavlja krajnju pravnu neizvjesnost**, s obzirom na moguće izmjene zakonskog okvira u tako dugom vremenskom periodu. Bilo koje značajnije povećanje ove naknade, a koje se može očekivati, značajno bi uticalo na pad vrijednosti kompanije.

Da bi shvatili zašto i otkuda ova neizvjesnost potiče, i zašto bi koncesiona naknada morala biti veća, ako je potencijal Rudnika uglja tako veliki, kako Deloitte procijenjena vrijednost implicira, moramo dati dodatna objašnjenja. U principu, projekcija nekog povoljnog, ali i realističnog poslovnog sadržaja i njegovog toka prinosa, je jedini način da se procijeni vrijednost zemljišta, rudnog blaga ili bilo kojeg drugog prirodnog ili drugog potencijala, kao i same nedovoljno razvijene firme koja ima snažne oportunitete, u svim onim situacijama kada nema tržišnih transakcija potrebnih za ocjenu fer vrijednosti, ili za procjenu vrijednosti faktora koji određuju te oportunitete. U našem slučaju riječ je o Rudniku uglja, ili još bolje o njegovom prirodnom i drugim potencijalima. Kod takve projekcije ne unosimo u tok troškova i investicija vrijednost tog prirodnog ili drugog faktora, odnosno bogatstva, za razliku od tokova koje koristimo kod ocjene investicionih projekata. Možemo, dakle, reći da ovdje imamo posla sa uslovno rečeno "faličnim" tokovima gotovine. Kada tok ne bi bio "faličan", i kada bi postojali uslovi potpune konkurencije, tada bi sadašnja vrijednost projekta, tj. suma diskontovanih vrijednosti toka gotovine (pri čemu je diskontna stopa jednaka zahtijevanoj stopi prinosa) prihvatljivog projekta bila ravna nuli. Ako, međutim, isto ovo uradimo sa tzv "faličnim" tokom gotovine, tada bi dobijena vrijednost bila pozitivna. Ta pozitivna vrijednost bi predstavljala vrijednost, kako se to kaže, neidentifikovane imovine uložene u projekat. U našem slučaju to je vrijednost postojećih potencijala Rudnika uglja. Ako bi sada ovu vrijednost stavili u "falični" tok kako bi ga ispravili, te ako bi izračunali njegovu sadašnju vrijednost, dobili bi da je ona ravna nuli, što je i normalno imajući u vidu da ovaj tok sada nije više "faličan". To je i dokaz da je ovakav proračun vrijednosti ispravan.

Ovdje, međutim, nastaje problem, jer u slučaju Rudnika uglja mi imamo dvije vrste neidentifikovane imovine. Jedna je ona koja pripada Rudniku i njegovim vlasnicima. Druga je ona koja predstavlja prirodno bogatstvo, a koja pripada društvu. Prirodno bogatstvo određuje prirodnu rentu koja bi se koncesionom naknadom morala ekstrahovati i prisvojiti od strane države kao predstavnika društva. Koncesiona naknada koju sada imamo je izuzetno niska i morala bi se redefinisati što prije. **Deloitte je**, sa svoje strane, **morao**

napraviti procjenu ove naknade, potom bi je morao odbiti od toka gotovine kako bi utvrdio vrijednost kompanije, koja pripada vlasnicima uglja. Ta bi vrijednost bila manja od procijenjene vrijednosti Rudnika uglja upravo za iznos kapitalizirane vrijednosti razlike između realne i ove trenutne, nerealno niske koncesione naknade. Ispostavi li se, recimo, da će koncesiona naknada ubuduće biti veća od sadašnje za samo 328 hiljada eura, što implicira ukupnu fiksnu koncesionu naknadu od 1 milion eura godišnje, tada bi procijenjena vrijednost kapitala Rudnika bila manja za 3,5 miliona eura.

6. Manje rezervisanje obaveza za sudski spor uvećalo procijenjenu vrijednost Rudnika uglja za 3 miliona

Prilikom rezervisanja obaveza Rudnika uglja za sudske sporove, Deloitte je ukazao na sudski spor koji to preduzeće ima sa Opštinom Pljevlja, čija je vrijednost 5.067.000 eura. Deloitte je naveo da je menadžment Rudnika uglja procijenio vjerovatnoću gubitka spora od 40 odsto, pa je po tom osnovu fer tržišnu vrijednost kompanije korigovao, tj. umanjio samo u tom iznosu, odnosno za 2.027.000 eura, umjesto za 5.067.000 eura.

Revizioni izvještaj Rudnika uglja za 2016. godinu¹⁵ pokazuje da se radi o sporu koji je pokrenula Opština Pljevlja radi ispunjenja obaveza po osnovu Ugovora o uređenju građevinskog zemljišta iz 2004. godine. Privredni sud u Bijelom Polju je 17. marta 2015. godine donio presudu kojim se odbija tužbeni zahtjev Opštine Pljevlja, ali je Apelacioni sud Crne Gore 04. juna 2015. godine donio rješenje, kojim je ukinuta prvostepena presuda i predmet vraćen na ponovni postupak.

S obzirom da se radi o sudskom sporu, Deloitte je fer tržišnu vrijednost kompanije trebalo da umanjiti ne samo za 2.027.000 eura, već za čitavih 5.067.000 eura. Konsekventno, procijenjena **vrijednost kompanije je na ovaj način precijenjena za čitavih 3.040.000 eura.**

7. Precijenjena vrijednost neotpisane imovine za 1,7 miliona

Na vrijednost pljevaljske kompanije, Deloitte je dodao iznos od 2.083.000 eura po osnovu neoperativne imovine, odnosno zemljišta van upotrebe, koju je identifikovao menadžment Rudnika uglja.¹⁶ Tu imovinu čini 1.138.794 kvadrata zemljišta na nekoliko lokacija u Pljevljima u vlasništvu Rudnika uglja.

Međutim, vrijednost većine te imovine utvrđena je u većem iznosu, nego što zaista vrijedi. Najdrastičniji je primjer zemljišta na lokaciji Jagnjilo, gdje Rudnik uglja ima deponiju za odlaganje otpada rude. Na Jagnjilu Rudnik uglja ima 1.074.768 kvadrata, za koje je procijenjeno da vrijede 1.701.963 eura, što je 1,58 eura po kvadratu. S obzirom da se radi o lokaciji na kojoj se nalazi otpad rude i da je potrebno uložiti značajna sredstva da se ona rekultiviše kako bi uopšte imala vrijednost, više je nego jasno da cijena kvadrata ne može biti 1,58 eura, već je nula.

¹⁵ Izvještaj nezavisnog revizora za finansijski izvještaj AD Rudnik uglja Pljevlja za 2016. godinu, koji je uradio revizor Deloitte doo Podgorica; link <http://www.scmn.me/fajlovi/RUPV201712R.pdf>

¹⁶ U dokumentu se navodi da se radi o fer vrijednosti neoperativne imovine, koja je data u izvještaju procjena vrijednosti nematerijalnih ulaganja, nekretnina, postrojenja i opreme na dan 31.12.2016. godine, koji je sačinio revizor KPMG

Slika u nastavku sa Geoportala Uprave za nekretnine najbolje prikazuje stanje na terenu.



Slika 1: Lokacija deponije Jagnjilo sa preko milion kvadrata; procijenjeno je da kvadrat vrijedi 1,5 eura

Preostalih 64.026 kvadrata na drugim lokacijama u Pljevljima utvrđene su po cijeni od 5,9 eura po kvadratu. **Koliko se ukupno radi o precijenjenim cijenama najbolje pokazuje primjer da je u Vojvodini, koja je među najplodnijim zemljištima u Evropi, cijena kvadrata poljoprivrednog zemljišta euro i ispod toga.**¹⁷

Imajući naprijed navedeno, možemo, i bez nekih posebnih i preciznih kalkulacija, tvrditi da je po ovom osnovu fer vrijednost kompanije procijenjena najmanje za 1,7 miliona eura.

8. "Iznenadni" rast gotovine u bilansu stanja na 6,1 miliona je uticao na povećanje procijenjene vrijednosti kompanije za isti iznos

Prilikom obračuna neto vrijednosti kapitala pljevaljske kompanije, Deloitte je primijenio donekle neuobičajen metodološki postupak, tako što je od dugoročnih i kratkoročnih obaveza u ukupnom iznosu od 13.322 hiljada eura, oduzeo gotovinu od 6.127 hiljada eura, koliko je Rudnik uglja imao u gotovini na kraju 2017. godine. Na taj način je obračunat neto dug Rudnika uglja u iznosu od 7.161 hiljada eura, za koliko je umanjena sadašnja vrijednost utvrđenog toka gotovine pljevaljske kompanije. Pošto je iznos duga koji je odbijen znatno smanjen uvećanom vrijednošću gotovine, ispada da je na ovaj način procijenjena vrijednost kapitala kompanije uvećana upravo za iznos gotovine.

Da bi shvatili o čemu se ovdje radi treba obratiti pažnju da je na osnovu raspoloživih podataka **potpuno nejasno kako je Rudnik uglja na kraju 2017. godine povećao gotovinu na čak 6.127.000 eura**, posebno imajući u vidu da se radi o kompaniji koja u prethodnih šest godina nikada nije imala značajniju gotovinu, već je ona na kraju svih tih godina prosječno iznosila 203 hiljada eura.¹⁸ Ukoliko se i pretpostavi da se zaista radi o gotovini Rudnika uglja koja je uvećana na regularan način na kraju 2017. godine u iznosu od 6.127.000 eura, problematično je zašto se onda taj novac drži na neproduktivan način, s obzirom da se radi

¹⁷ Link: <http://www.agrosmart.net/agro-politika/hrvatskoj-njive-jeftinije-nego-vojvodini.html>

¹⁸ Izvor podataka o gotovini su izvještaji revizora za finansijske izvještaje AD Rudnik uglja Pljevlja za 2016. godinu, 2015. godinu, 2014. godinu, 2013. godinu i 2012. godinu, a koji su javno dostupni na sajtu Komisije za hartije od vrijednosti Crne Gore; link: <http://www.scmn.me/emitenti.php?eid=631&sadrzaj=96>

o kompaniji koja ima ogromne poreske i koncesione dugove, te zašto veći iznos tog novca nije iskorišten za plaćanje dugova za poreze i doprinose. Začudjuće je da se dugovi mogu platiti prije prodaje kompanije, a ipak je odlučeno da se to uradi tek nakon njene prodaje. To, naime, implicira način na koji je gotovina oduzeta od vrijednosti ukupnih dugova.

Takođe, čak i da se pretpostavi da je metodološki pristup **Deloitte** bio ispravan, on je **pogrešno oduzeo ukupan iznos gotovine, jer je dio te sume morao da ostavi kao obrtna sredstva kako bi kompanija mogla dalje da funkcioniše i tako generira tokove gotovine na osnovu kojih je izračunata sadašnja vrijednost kompanije**. Ovako ispada da je taj dio sredstava dva puta obračunat, jednom kada je generirao tok gotovine i drugi put kada je odbijen od iznosa dugova, odnosno dodat vrijednosti kapitala.

Detaljniji uvid pokazuje da je do enormnog rasta gotovine i gotovinskog ekvivalenta došlo najvjerovatnije usljed smanjenja iznosa potraživanja iz poslovnih odnosa u gotovo istom iznosu. Naime, iznos potraživanja iz poslovnih odnosa je opao sa 6.789.352 u 2016. godini na 1.767.000 eura u 2017. godini, tj smanjio se za čitavih 5.022.000 eura. Istovremeno, stanje gotovine je poraslo sa zanemarljivih 336.693 eura u 2016. na impozantnih 6.127.000 eura u 2017, godini, što predstavlja povećanje od 5.790.000 eura.¹⁹ Očito, ovaj prirast je skoro istovjetan smanjenju vrijednosti potraživanja iz poslovnih odnosa.

Glavni poslovni partner Rudnika uglja je EPCG, koja od njega kupuje ugalj za rad Termoelektrane Pljevlja.

Deloitte nam nažalost nije objasnio kako je došlo do uvećanja gotovine i da li je tome doprinijela upravo EPCG. Takođe, ako je tome doprinio EPCG trebalo je objasniti je li cijela ta operacija obavljena na legitiman način, tj je li došlo do opravdanog smanjenja perioda naplate i po ovom osnovu nastalog prirasta gotovine, ili se ovdje radi o privremenim operacijama kojima je trebalo poboljšati knjigovodstvenu sliku Rudnika uglja. Sumnja u privremenost ove operacije proizilazi već iz činjenice da se umanjivanje dugova kompanije moglo obaviti njihovom otplatom prije prodaje, a ne ovdje primijenjenom knjigovodstvenom operacijom oduzimanja gotovine od ukupnih dugova. Deloitte je, nema sumnje, bio dužan da objasni kako je došlo do ekstremnog skoka gotovine Rudnika uglja, jer je upravo za taj iznos kapital firme postao vredniji. Ovo stoga što se ova vrijednost gotovine prvo odbija od ukupne vrijednosti dugova, koji se potom, tako umanjeni, odbijaju od sadašnje vrijednosti finansijskog toka da bi se utvrdila fer tržišna vrijednost. To je očigledno isto kao da smo ovu vrijednost gotovine dodali sadašnjoj vrijednosti toka gotovine. A riječ je o ogromnom iznosu od čitavih 6,1 milion eura.

9. Obrtna sredstva u cjelini i kratkoročni dugovi

Iz izvještaja o procjeni, tj iz projektovanog toka gotovine se vidi da se planira dodatno smanjenje obrtnih sredstva sa sadašnjeg izgleda neefikasnog nivoa od oko 14 miliona eura za još oko 2.217.000 eura u prve tri godine projekcije toka gotovine. **Ova dezinvesticija u TOB (trajna obrtna sredstva) pojavljuje se kao dodatni priliv u toku gotovine. Riječ je o značajnom prilivu koji povećava vrijednost kompanije za oko 1.900.000 eura.** (Napomenimo, nakon treće godine dolazi do odliva sredstava za obrtna sredstva, tj do investicija u TOB, ali to nije u vezi sa evolucijom postojećeg stanja, već je rezultat novih investicija i potreba za većim investicijama u TOB.) Zajedno sa prethodno analiziranim doprinosom gotovine u iznosu od 6,1 miliona, **ispada da je doprinos ukupnih obrtnih sredstava porastu vrijednosti kompanije oko 8 miliona eura.** Riječ je o impozantnoj svoti.

¹⁹ Dodamo li ovome unaprijed plaćene reprogramirane poreske obaveze i plaćanja za AVR ispostavlja se da je prirast gotovine bio znatno jači i da je iznosio preko 7 miliona eura

S druge strane, gledajući nominalnu vrijednost planiranog smanjenja obrtnih sredstava 2.217.000 eura i vrijednost gotovine koja se oduzima od ukupnih dugova, 6.127.000 eura, ispada da se ukupna vrijednost obrtnih sredstava smanjuje za čitavih 8.344.000 eura. Pošto je ukupna vrijednost obrtnih sredstava na kraju 2017. godine na nivou od 14.354.000 eura, ispada da će se nakon ovih operacija vrijednost obrtnih sredstava smanjiti na oko 6 miliona eura. Riječ je o značajnoj racionalizaciji i značajnom smanjenju koje je doprinijelo, kao što smo vidjeli, i značajnom povećanju vrijednosti kompanije.

Ovakva konsolidacija obrtnih sredstava morala je biti praćena i odgovarajućom konsolidacijom dugovnih izvora, odnosno odgovarajućim smanjenjem kratkoročnih dugova. Kada pogledamo stanje kratkoročnih dugova na kraju 2017. godine, vidimo da ono iznosi oko 12,4 miliona eura. Kada od tog iznosa odbijemo iznos gotovinskih sredstava kojima se umanjuju dugovi, ispada da se kratkoročni dugovi svode na nekih 6 miliona eura. Ipak, pored objašnjenja za ranije pomenuto pitanje naglog porasta gotovine u 2017. godini, Deloitte nam je ostao dužan i za detaljnije obrazloženje da je nivo obrtnih sredstava od 6 miliona upravo onaj koji je racionalan i koji je održiv. U pretpostavkama se objašnjava način na koji su ove stavke tretirane, ali se ne daje i odgovarajuće obrazloženje. Dakako, to obrazloženje bi moralo biti dato sa stanovišta Rudnika uglja kao nezavisne kompanije, što on sada jeste, a ne sa stanovišta Rudnika kao dijela EPCG.

10. Reprogram dugova i pomoć države u povećanju vrijednosti u iznosu od 2.107.742 eura

Takođe, Rudnik uglja Pljevlja je kompanija koja godinama nije plaćala poreze i doprinose Državi Crnoj Gori, a kasnila je i sa plaćanjem koncesionih naknada i dodatno povećala svoje fiskalne obaveze. U aprilu 2017. godine Ministarstvo finansija je donijelo Rješenje kojim je odobrilo reprogram duga Rudnika uglja prema Poreskoj upravi za neizmirene obaveze za poreze i doprinose u iznosu od 13.437.192 eura, koje nijesu plaćane u periodu od januara 2015. godine do januara 2017. godine.²⁰ Rudnik uglja je izvršio uplatu od 30 odsto od osnovnog poreskog duga u iznosu od 4.031.158 eura dana 28. februara 2017. godine i 18. maja 2017. godine. Ostatak poreskog duga za koji je odobren reprogram (umanjen za 30 odsto) u ukupnom iznosu od 9.406.034 eura će biti vraćen u 60 mjesečnih rata u iznosu od 156.767 eura, od kojih prva rata dospijeva 01. avgusta 2017. godine do krajnjeg roka otplate 01. jula 2022. godine.

To znači da je Ministarstvo finansija takođe omogućilo Rudniku uglja da zahvaljujući reprogramu duga poboljša svoje poslovne performanse, a time je direktno uticalo da se stvarna, pa time i procijenjena vrijednost značajno povećaju. Naravno, Deloitte nema sa ovim baš nikakve odgovornosti, on je samo procjenom obuhvatio ono uvećanje vrijednosti Rudnika koje je ovome darivala država. Da bi shvatili o čemu se radi, obratimo pažnju na okolnost da **Rudnik uglja za ovo odlaganje plaćanja dugova od pet godina ne plaća nikakve kamate, što znači da je Država Crna Gora na ovaj način u periodu neposredno pred procjenu vrijednosti značajno uticala da dođe do realnog prirasta vrijednosti imovine. Prema našoj procjeni, vrijednost kompanije je zbog ovoga porasla za čitavih 2.107.742 eura.** Izračunali smo je kao razliku između nominalne vrijednosti preostalog reprogramiranog duga i njegove sadašnje vrijednosti, koja se dobija kao sadašnja vrijednost budućih petogodišnjih otplata reprogramiranog duga. To je de facto iznos koji je Vlada poklonila kompaniji u periodu neposredno pred ovu poslovnu kombinaciju.

²⁰ Izvještaj nezavisnog revizora za finansijske iskaze AD Rudnik uglja Pljevlja za 2016. godinu, koji je uradio revizor Deloitte doo Podgorica; link <http://www.scmn.me/fajlovi/RUPV201712R.pdf>

Takođe, izvještaj Deloitte otkriva da su dugoročne kreditne obaveze Rudnika uglja Pljevlja prema Prvoj banci na kraju 2017. godine iznosile 3.333.000 eura, ali revizor ne prikazuje za koje je svrhe uzet taj kredit, u kom periodu 2017. godine, koliki je njegov ukupni iznos i slično. Pomenuta kreditna transakcija je posebno problematična sa aspekta konflikta interesa, jer je većinski vlasnik Prve banke Aco Đukanović,²¹ koji je takođe treći najveći akcionar u Rudniku uglja Pljevlja. On je, naravno, imao direktni interes da se uveća vrijednost Rudnika, time i njegovih akcija, pa bi bilo zanimljivo i ovu kreditnu transakciju detaljnije ispitati. Nažalost, mi nijesmo imali podataka na osnovu kojih bi tako nešto uradili.

Pored toga, zvanični podaci Uprave za nekretnine²² pokazuju da je na dijelu nekretnina Rudnika uglja u Pljevljima u maju 2017. godine uspostavljena hipoteka u korist EPCG po osnovu duga Rudnika uglja u iznosu od 4 miliona eura. Krajnji rok otplate je utvrđen na 26. april 2027. godine, pa je i ova poslovna transakcija direktno pogodavala Rudniku uglja i otvorila mogućnost uvećanja njegove vrijednosti i akcija, a sve na štetu EPCG i Države Crne Gore.

²¹ Link: http://www.cbcg.me/index.php?mn1=kontrola_banaka&mn2=finansijski_izvjestaji_banaka

²² Link: <https://ekatastar.me/ekatastar-web/action/elogin>; poslednja pretraga vršena na dan 01. april 2018. godine

IV: DELOITTE SE OGRADIO U POGLEDU SADRŽINE IZVJEŠTAJA

U prilogu izvještaja, koji se odnosi na angažovanje i pripremu dokumenata, Deloitte navodi da ne nudi nikakva uvjerenja u pogledu ostvarivosti očekivanih prihoda. „U vezi s podacima koji se odnose na budućnost, željeli bismo da naglasimo da obično postoje razlike između projektovanih i stvarnih rezultata zbog toga što se događaji i okolnosti često ne odvijaju onako kako je očekivano, a razlike mogu da budu materijalno značajne“, naveo je Deloitte.

Dalje se ukazuje: „Deloitte ne daje bilo kakva uvjerenja u pogledu ostvarivosti očekivanih prihoda do kraja projektovanog perioda. Ističemo da, ako se planovi i pretpostavke koji su korišćeni u izradi Izvještaja iz bilo kog razloga ne ostvare, to može da utiče na zaključke koji su predstavljeni. Takvi uticaji mogu da budu materijalno značajni. Nismo revidirali, pregledali ili sastavljali finansijske podatke koji su nam dostavljeni, te shodno tome ne izražavamo revizorsko mišljenje ili drugi vid potvrde u vezi s tim podacima.“

Iz prethodnog je očigledno da se Deloitte potpuno ogradio od bilo kakve pravne odgovornosti koja bi zbog procjene mogla proizaći. Sva pravna odgovornost je na drugim licima. Ipak, ono što ostaje kao nasleđe Deloitte je njegova odgovornost za nepoštovanje etičkog kodeksa kojeg se oditori, procenjivači i konsultanti moraju držati. Deloitte je, po nama, morao odbaciti rad na poslu u kojem je očito da podaci koje je obezbijedio naručilac posla, nijesu zasnovani na realnim činjenicama. Deloitte, kao jedna od najuglednijih konsultantskih kompanija, i njegovi saradnici iz beogradskog officea, kao ljudi sa neupitnim profesionalnim dezinacijama, su morali biti svjesni falčnosti podataka na kojima je procjena zasnovana. Istini za volju, treba reći da u ovakvom izboru Deloittea nema ništa čudno i neobično. To je, za sada, uobičajena praksa ograđivanja koju primjenjuju sve oditing i konsultantske firme.

Sva pravna odgovornost je na leđima EPCG kao naručioca posla, i na Rudniku uglja. Ono što je ovdje posebno zanimljivo je da su podaci koji precjenjuju vrijednost kompanije obezbijeđeni upravo od EPCG, kao kupca Rudnika uglja. Kupac je, dakle, ključni akter u „naduvavanju“ fer vrijednosti kompanije. Rudnik uglja je, sa svoje strane, raznoraznim fiktivnim konsolidacijama finansijskih izvještaja takođe dao doprinos „naduvavanju“ fer tržišne vrijednosti. No, dok se interes Rudnika kao prodavca može razumjeti, nejasan je interes EPCG, kao kupca, da po skupljoj cijeni kupi Rudnik uglja Pljevlja.

Podgorica, maj 2018. godine

Istraživački centar MANS-a

Finansijski konsultant, prof dr Milenko Popović

Istraživački centar MANS-a, koordinator Ines Mrdović