

<p>Naručitelj:</p> <p>Gosp. IVAN GJURAŠIĆ, stečajni upravitelj</p> <p>LUXURY REAL ESTATE d.o.o. u stečaju Bednjanska ulica 14, 10000 Zagreb</p>	<p>Izvršitelj:</p> <p>STALNI SUDSKI VJEŠTAK za financije i računovodstvo (rješenje 4SU- 670/17-11)</p> <p>Marko Dvorski, dipl. oec., ovlašteni revizor</p> <p>OIB: 26761740553, Ede Murtića 2a, 10000 Zagreb</p>
--	--

PROCJENA VRIJEDNOSTI DIONICA TEHNIKE d.d.

Zagreb, 7. 4. 2026.

SADRŽAJ

1. Uvod	1
1.1. Osnova za izradu procjene vrijednosti dionica Tehnike d.d.	1
2. Metode procjene vrijednosti društva	1
2.1. Primijenjene metode pri procjeni vrijednosti društva	1
2.2. Obrazloženje metoda procjene vrijednosti društva	2
2.2.1. Metoda usporedivih društava	2
2.2.2. Metoda knjigovodstvene vrijednosti.....	4
2.2.3. Metoda diskontiranih novčanih tokova (DCF)	4
3. Procjena vrijednosti dionice Tehnike d. d.	6
3.1. Procjena vrijednosti dionice Tehnike d. d. metodom usporedivih društava.....	6
3.2. Procjena vrijednosti dionice Tehnike d. d. metodom knjigovodstvene vrijednosti.....	10
3.3. Procjena vrijednosti dionice Tehnike d. d. metodom diskontiranih novčanih tokova (DCF).....	11
3.4. Određivanje značaja primijenjenih metoda i utvrđivanje vrijednosti dionice Tehnike d. d.	16
4. Zaključak.....	17

1. UVOD

1.1. Osnova za izradu procjene vrijednosti dionica Tehnike d.d.

Izrada procjene vrijednosti 37.891 redovnih dionica Tehnike d.d. (dalje u tekstu: Procjena vrijednosti) temelji se na prihvatanju ponude ovog vještaka za procjenu predmetnih dionica od strane naručitelja procjene LUXURY REAL ESTATE d.o.o. u stečaju zastupanog po gospodinu Ivanu Gjurašiću - stečajnom upravitelju.

Za potrebe izrade Procjene vrijednosti proučeni su i korišteni sljedeći dokumenti i baze podataka:

1. Tehnika d.d. - financijski izvještaj - 2025, četvrti kvartal, nerevidirano, konsolidirano¹
2. Godišnji konsolidirani financijski izvještaji društva i izvještaj neovisnog revizora Tehnika d.d. za 2024.
3. Baza podataka *LSEG Data & Analytics*.

Valja naglasiti kako su izračuni vrijednosti dionice Tehnike d.d. (dalje u tekstu: Društvo), koji se prezentiraju u nastavku, napravljeni na temelju podataka i ostalih relevantnih javno dostupnih informacija i dokumenata. Za realnost odnosno točnost tih podataka i javno dostupnih informacija i isprava vještak ove Procjene vrijednosti ne preuzima odgovornost.

2. METODE PROCJENE VRIJEDNOSTI DRUŠTVA

2.1. Primijenjene metode pri procjeni vrijednosti društva

U ovom se dijelu navode metode koje su primijenjene pri procjeni vrijednosti društva. To su:

- a) metoda usporedivih društava,
- b) metoda knjigovodstvene vrijednosti,
- c) metoda diskontiranih novčanih tokova (DCF).

¹ Dostupno na: <https://eho.zse.hr/fileadmin/issuers/THNK/FI-THNK-958fe27a558384bc3eb62df087a344a2.pdf> (3. 4. 2026.).

Navedene metode koje su primijenjene pri procjeni vrijednosti društva temelje se na međunarodno priznatim standardima za procjenu vrijednosti i uobičajeno se koriste u transakcijama preuzimanja trgovačkih društava.²

2.2. Obrazloženje metoda procjene vrijednosti društva

U nastavku slijedi detaljno obrazloženje metoda procjene i svih važnih pretpostavki koje su korištene u njihovoj primjeni.

2.2.1. Metoda usporedivih društava

Metoda usporedivih društava predstavlja „relativnu“ metodologiju procjene vrijednosti društava. Utemeljena je na sličnim društvima kojima se javno trguje na burzi s jasno određenom tržišnom vrijednošću. Ta metoda uključuje upotrebu multiplikatora primijenjenih na očekivane financijske pokazatelje društava kako bi se odredila njihova vrijednost. Ključ takve usporedbe je pronaći najbližija usporediva društva temeljeno na kriteriju poput ekonomskog okruženja, mogućnosti rasta kao i što više specifičnih karakteristika društava poput strukture prihoda, profitabilnosti i kapitalne intenzivnosti. Ta je metodologija transparentna i jednostavna te daje naglasak na financijske i operativne rezultate u kratkom odnosno srednjem roku.

Metodologija usporedivih društava najčešće je korištena od strane investitora pri donošenju investicijskih odluka. Glavni nedostatak te metode je što ne uzima u obzir specifične karakteristike društva, budući da niti jedno društvo nema profil koji savršeno odgovara pojedinom društvu – iz čega proizlazi subjektivnost interpretacije rezultata. Prilikom korištenja te metode usporediva su društva određena na temelju industrije u kojoj posluju (*engl. construction and engineering*) te na temelju zemljopisne lokacije. Sva usporediva društva posluju u Europi.

² Metoda povijesnih transakcija kojom se vrijednost dionice utvrđuje se kao ponderirani prosjek cijena koje je dionica postigla na Zagrebačkoj burzi nije korištena u ovoj Procjeni vrijednosti jer se dionicom Tehnike d.d. u protekla tri mjeseca trgovalo manje od 1/3 trgovinskih dana. Zakon o preuzimanju dioničkih društava (čl. 16 i 22.) propisuje da je, u situaciji kada se dionicom trguje manje od 1/3 trgovinskih dana, potrebno napraviti elaborat o procjeni fer vrijednosti dionice. Uz to, od 1. 1. do 31. 3. 2026. na Zagrebačkoj burzi trgovalo se sa samo 2.752 dionice što je 1,45% ukupnog broja dionica Tehnike d.d. Tako mali broj transakcija ne reflektira fer vrijednost dionice Tehnike d.d.

Prethodno navedene pretpostavke za korištenje metode usporedivih društava u potpunosti su primjenjive za procjenu vrijednosti dionice Društva. Budući da se ta metoda temelji na međunarodno priznatim standardima za procjenu vrijednosti, koristit će se pri procjeni vrijednosti Društva.

2.2.2. Metoda knjigovodstvene vrijednosti

Metoda knjigovodstvene vrijednosti kao temeljnu kategoriju procjene uzima vrijednost neto imovine društva. Pri tome se isključuju potencijali i sposobnost društva da ostvaruje dobit u budućnosti. Dakle, ta se metoda oslanja samo na povijesne rezultate poslovanja te u kontekstu procjene predstavlja statički pogled na vrijednost društva. Procjena vrijednosti putem metode knjigovodstvene vrijednosti polazi od temeljne bilančne jednakosti, prema kojoj je: imovina (aktiva) = glavnica + obveze. Iz prethodno navedene formule proizlazi da je glavnica tj. neto vrijednost imovine društva, koja pripada vlasnicima, jednaka razlici između imovine i obveza.

Prethodno navedene pretpostavke za korištenje metode knjigovodstvene vrijednosti u potpunosti su primjenjive za procjenu vrijednosti dionice Društva. Budući da se ta metoda temelji na međunarodno priznatim standardima za procjenu vrijednosti, koristit će se pri procjeni vrijednosti Društva.

2.2.3. Metoda diskontiranih novčanih tokova (DCF)

Metoda diskontiranih novčanih tokova (u daljnjem tekstu: DCF metoda) jedna je od najčešće korištenih metoda procjene vrijednosti društava, a ujedno je i međunarodno prihvaćena metoda procjene. Osnovna prednost navedene metode je da odražava dugoročni potencijal rasta društva, a oslanja se na ključne pokretače vrijednosti te omogućuje analizu osjetljivosti vrijednosti društva s obzirom na promjene u ključnim faktorima.

Glavni nedostatak DCF metode je potreba za velikim brojem preciznih i detaljnih podataka. Naime, procjena putem te metode uključuje detaljne projekcije financijskih izvještaja društva za razdoblje od pet do deset godina, te procjenu vrijednosti tzv. vječne rente (*engl. terminal-perpetuity value*). Duljina detaljnih projekcija financijskih izvještaja ovisi o stadiju razvoja u kojemu se društvo nalazi. Kod društava koja su u fazi razvoja, odnosno financijskog zamaha, gdje se očekuje znatan rast prihoda ili investicija, uzimaju se duža razdoblja procjene

financijskih izvještaja kako bi se došlo do faze u kojoj je poslovanje društva stabilno, odnosno bez znatnih oscilacija. U slučajevima, kao što je situacija s društvom Tehnika d.d. procjena se temelji na projekciji poslovanja od pet godina. Bitno je napomenuti da dužina razdoblja detaljne procjene financijskih izvještaja ne utječe na konačni rezultat procjene, već samo na odnos vrijednosti koja proizlazi iz razdoblja procjene i razdoblja vječne rente. DCF metoda je također vrlo osjetljiva na ključne operativne i financijske pretpostavke, uključujući ponderirani prosječni trošak kapitala (WACC) i vrijednost vječne rente.

Izračun vrijednosti društva putem metode diskontiranih novčanih tokova sastoji se od tri osnovna koraka:

1. **Projekcija očekivanih novčanih tokova:** prvi korak je procjena očekivanih novčanih tokova koje će društvo ostvariti, a temelji se na pretpostavkama slobodnih novčanih tokova koje društvo generira kroz svoje poslovanje. Navedeni novčani tokovi izračunavaju se kroz procjene poslovnih rezultata društva, kapitalnih investicija (CAPEX-a) i promjene neto radnog kapitala.
2. **Izračun diskontne stope:** drugi korak je određivanje ponderiranog prosječnog troška kapitala (WACC), koji predstavlja diskontnu stopu po kojoj se diskontiraju procijenjeni slobodni novčani tokovi.
3. **Izračun vrijednosti društva:** WACC se koristi za diskontiranje očekivanih novčanih tokova tijekom projiciranog razdoblja kako bi se dobila sadašnja vrijednost očekivanih novčanih tokova. WACC se također koristi za izračun vrijednosti vječne rente, koja se, diskontirana po stopi WACC-a na sadašnju vrijednost, dodaje sadašnjoj vrijednosti diskontiranih novčanih tokova u projiciranom razdoblju kako bi se dobila ukupna vrijednost društva.

Prethodno navedene pretpostavke za korištenje metode diskontiranih novčanih tokova u potpunosti su primjenjive za procjenu vrijednosti dionice Društva. Budući da se ta metoda temelji na međunarodno priznatim standardima za procjenu vrijednosti koristit će se pri procjeni vrijednosti Društva.

3. PROCJENA VRIJEDNOSTI DIONICE TEHNIKE d.d.

U ovom se dijelu procjenjuje vrijednost dionice Tehnike d.d. primjenom svake od metoda navedenih u prethodnom poglavlju te se daje značaj pojedinim metodama za utvrđivanje vrijednosti dionice Društva.

3.1. Procjena vrijednosti dionice Tehnike d.d. metodom usporedivih društava

Metoda usporedivih društava se temelji na preciznoj identifikaciji ključnih multiplikatora poput EV/poslovni prihodi, EV/EBITDA, EV/EBIT i P/B. Za izračun ključnih multiplikatora obuhvaćena su 64 usporediva društva iz građevinske industrije koja kotiraju na europskim burzama. Na temelju dobivenih multiplikatora isti su korišteni za izračun vrijednosti dionice Tehnika d.d. Na osnovi multiplikatora usporedivih društava izračunan je i raspon vrijednosti dionice Tehnike d.d. Tablica 1. prikazuje podatke o usporedivim društvima, kao i izračun multiplikatora. Tablice 2. i 3. prikazuju dobiveni raspon vrijednosti dionica Tehnike d.d.

Tablica 1. Podaci o usporedivim društvima i izračun relevantnih multiplikatora

Br.	Podružice	Zemlja	Burza	Omaka dionice	Industrija	EV/poslovni prihodi	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/B
1.	Porr AG	Austria	WIENER BOERSE AG AMTLICHER HANDEL	POS	Construction & Engineering	0,11	2,28	7,20	1,03
2.	Webuild SpA	Italy	ELECTRONIC SHARE MARKET	WBD	Construction & Engineering	0,43	11,32	-	-
3.	Ncc AB	Sweden	NASDAQ STOCKHOLM AB	NCC B	Construction & Engineering	0,44	8,28	12,45	2,72
4.	Skanska AB	Sweden	NASDAQ STOCKHOLM AB	SKA B	Construction & Engineering	0,58	10,51	14,78	1,69
5.	Hochtief AG	Germany	XETRA	HOT	Construction & Engineering	0,72	10,03	13,24	20,00
6.	Elecnor SA	Spain	BOLSA DE MADRID	ENO	Construction & Engineering	0,38	7,29	11,78	2,20
7.	Bouygues SA	France	EURONEXT - EURONEXT PARIS	EN	Construction & Engineering	0,47	4,86	11,36	1,30
8.	Eiffage SA	France	EURONEXT - EURONEXT PARIS	FGR	Construction & Engineering	0,89	5,53	8,92	1,57
9.	Costain Group PLC	United Kingdom	LONDON STOCK EXCHANGE	COST	Construction & Engineering	0,25	4,59	5,94	1,65
10.	Gallford Try Holdings PLC	United Kingdom	LONDON STOCK EXCHANGE	GFRD	Construction & Engineering	0,13	3,82	6,16	3,51
11.	Morgan Sindall Group PLC	United Kingdom	LONDON STOCK EXCHANGE	MGNS	Construction & Engineering	0,35	6,81	7,91	2,98
12.	Per Aarsleff Holding A/S	Denmark	NASDAQ COPENHAGEN A/S	PAAL B	Construction & Engineering	0,55	6,00	10,66	2,34
13.	Koninklijke BAM Groep NV	Netherlands	EURONEXT - EURONEXT AMSTERDAM	BAMNB	Construction & Engineering	0,29	5,47	9,42	2,50
14.	Veidekke ASA	Norway	OSLO BORS ASA	VEI	Construction & Engineering	0,47	6,63	10,34	6,55
15.	Peab AB	Sweden	NASDAQ STOCKHOLM AB	PEAB B	Construction & Engineering	0,58	8,37	13,11	1,46
16.	MT Højgaard Holding A/S	Denmark	NASDAQ COPENHAGEN A/S	MTHH	Construction & Engineering	0,36	6,51	8,03	3,26
17.	Obrascon Huarte Lain SA	Spain	BOLSA DE MADRID	OHLA	Construction & Engineering	0,09	1,44	2,30	0,81
18.	ACS Actividades de Construcción	Spain	BOLSA DE MADRID	ACS	Construction & Engineering	0,22	4,13	6,56	-
19.	Mouxy Construct SA	Belgium	EURONEXT - EURONEXT BRUSSELS	MOUR	Construction & Engineering	0,45	2,69	2,91	1,60
20.	GEK Terna SA	Greece	ATHENS EXCHANGE S.A. CASH MARKET	GEKTERNA	Construction & Engineering	1,62	-	-	1,05
21.	Compagnie d'entreprises CFE SA	Belgium	EURONEXT - EURONEXT BRUSSELS	CFEB	Construction & Engineering	0,16	2,67	4,14	0,80
22.	Polimex Mostostal SA	Poland	WARSAW STOCK EXCHANGE	PXM	Construction & Engineering	-	-	-	0,89
23.	Mostostal Plock SA	Poland	WARSAW STOCK EXCHANGE	MSP	Construction & Engineering	0,19	-	-	0,89
24.	Ellaktor SA	Greece	ATHENS EXCHANGE S.A. CASH MARKET	ELLAKTOR	Construction & Engineering	3,21	5,82	10,09	0,64
25.	Kier Group PLC	United Kingdom	LONDON STOCK EXCHANGE	KIE	Construction & Engineering	0,22	3,96	6,67	1,83
26.	Mostostal Warszawa SA	Poland	WARSAW STOCK EXCHANGE	MSW	Construction & Engineering	0,11	2,67	-	1,48
27.	Budimex SA	Poland	WARSAW STOCK EXCHANGE	BDX	Construction & Engineering	0,99	11,00	13,67	9,67
28.	Energoparatura SA	Poland	WARSAW STOCK EXCHANGE	ENP	Construction & Engineering	0,78	8,93	11,07	1,74
29.	Koninklijke Heijmans NV	Netherlands	EURONEXT - EURONEXT AMSTERDAM	HEIJM	Construction & Engineering	0,65	7,19	9,36	3,39
30.	Prochem SA	Poland	WARSAW STOCK EXCHANGE	PRM	Construction & Engineering	0,53	-	-	1,44
31.	Conchud Engenharia SA	Portugal	EURONEXT ACCESS LISBON	CDU	Construction & Engineering	1,03	-	-	0,24
32.	Mostostal Zabrze SA	Poland	WARSAW STOCK EXCHANGE	MSZ	Construction & Engineering	0,29	5,43	8,31	1,24
33.	Elter Building	Greece	ATHENS EXCHANGE S.A. CASH MARKET	ELTER	Construction & Engineering	0,61	3,98	4,10	1,09
34.	Avax SA	Greece	ATHENS EXCHANGE S.A. CASH MARKET	AVAX	Construction & Engineering	0,80	12,57	28,34	1,44
35.	Trevi Finanziaria Industriale SpA	Italy	ELECTRONIC SHARE MARKET	TTIN	Construction & Engineering	0,43	3,81	6,54	0,53

Tablica 2. Dobiveni raspon vrijednosti dionice Tehnike d.d. korištenjem prosječnog multiplikatora usporedivih društava

Tehnika d.d. 31. 12. 2025.	Poslovni prihodi	EBITDA	EBIT	Kapital i rezerve
	34.166.006	(2.939.289)	(3.435.008)	(31.208.815)
Prosječni multiplikator	0,53	6,19	8,97	1,99
Vrijednost poduzeća - EV	18.107.983	(18.194.199)	(30.812.022)	(62.105.542)
Neto dug	(8.577.198)	(8.577.198)	(8.577.198)	0
Vrijednost kapitala	9.530.785	(26.771.397)	(39.389.220)	(62.105.542)
Broj dionica	189.460	189.460	189.460	189.460
Vrijednost dionice	50,30	(141,30)	(207,90)	(327,80)

Tablica 3. Dobiveni raspon vrijednosti dionice Tehnike d.d. korištenjem medijana multiplikatora usporedivih društava

Tehnika d.d. 31. 12. 2025.	Poslovni prihodi	EBITDA	EBIT	Kapital i rezerve
	34.166.006	(2.939.289)	(3.435.008)	(31.208.815)
Medijan multiplikator	0,40	5,89	8,57	1,44
Vrijednost poduzeća - EV	13.666.402	(17.312.412)	(29.438.019)	(44.940.694)
Neto dug	(8.577.198)	(8.577.198)	(8.577.198)	-
Vrijednost kapitala	5.089.204	(25.889.610)	(38.015.217)	(44.940.694)
Broj dionica	189.460	189.460	189.460	189.460
Vrijednost dionice	26,86	(136,65)	(200,65)	(237,20)

Na osnovi procjene vrijednosti društva Tehnika d.d., temeljenoj na metodi usporedivih društava, može se zaključiti kako se vrijednost dionice izračunana korištenjem prosječnog multiplikatora usporedivih društava kreće u rasponu od -327,80 do 50,30 eura, dok je vrijednost dionice izračunana korištenjem medijana multiplikatora u rasponu od -237,20 do 26,86 eura.

S obzirom na to da je vrijednost kapitala Tehnike d.d. izračunana korištenjem multiplikatora EV/EBITDA, EV/EBIT i P/B negativna, a time je negativna i sama vrijednost dionice Tehnike d.d. može se konstatirati kako je vrijednost dionice Tehnike d.d. 0,00 eura.

Za utvrđivanje fer vrijednosti dionice Tehnike d.d. u nastavku će se koristiti vrijednost od **0,00 eura** dobivena na temelju procjene metodom usporedivih društava.

3.2. Procjena vrijednosti dionice Tehnike d.d. metodom knjigovodstvene vrijednosti

Metoda knjigovodstvene vrijednosti (knjigovodstvena metoda) kao temeljnu kategoriju procjene uzima vrijednost neto imovine društva. Pri tome se isključuju potencijali i sposobnosti društva da ostvaruje dobit u budućnosti. Dakle, knjigovodstvena se metoda oslanja samo na povijesne rezultate poslovanja te u kontekstu procjene daje statički pogled na vrijednost društva. Procjena vrijednosti neto imovine društva knjigovodstvenom metodom polazi od temeljne bilančne jednakosti prema kojoj je aktiva jednaka zbroju glavnice i obveza. Iz te formule proizlazi da je glavnica (neto vrijednost imovine društva) koja pripada vlasnicima jednaka razlici aktive i obveza (glavnica = aktiva – obveze). U nastavku se prikazuju podaci iz bilance Tehnike d.d. na 31. prosinca 2025. (tablica 4.).

Tablica 4. Bilanca društva Tehnika d.d. na 31. 12. 2025.

AKTIVA	31. 12. 2025.
DUGOTRAJNA IMOVINA	14.422.131
Nematerijalna imovina	50.580
Materijalna imovina	11.684.636
Dugotrajna financijska imovina	2.686.915
Potraživanja	-
Odgodena porezna imovina	-
KRA TKOTRAJNA IMOVINA	6.085.030
PLAĆENI TROŠKOVI BUDUĆEG RAZDOBLJA	129.991
UKUPNA AKTIVA	20.637.152
PASIVA	31. 12. 2025.
KAPITAL I REZERVE	(21.208.815)
Upisani kapital	22.545.740
Kapitalne rezerve	4.387.302
Revalorizacijska rezerva	-
Preneseni gubitak	(43.105.559)
Dobit tekuće godine	-
Gubitak tekuće godine	(5.036.298)
DUGOROČNA REZERVIRANJA	1.405.066
DUGOROČNE OBVEZE	8.504.643
KRA TKOROČNE OBVEZE	27.332.111
UKUPNA PASIVA	20.637.152

Iz prethodne tablice razvidno je kako primjenom knjigovodstvene metode, prema bilanci na 31. prosinca 2025. godine, Tehnika d.d. ima **gubitak iznad visine temeljnog kapitala** od

21.208.815 eura pa se konstatira kako neto vrijednost imovine iznosi **0,00 eura**, a time i vrijednost dionice Društva iznosi **0,00 eura**.

3.3. Procjena vrijednosti dionice metodom diskontiranih novčanih tokova (DCF)

Procjena vrijednosti dionice Društva korištenjem metode diskontiranih novčanih tokova uključuje detaljne projekcije financijskih izvještaja društva za razdoblje od pet do deset godina, te procjenu vrijednosti tzv. vječne rente (*engl. terminal-perpetuity value*). Uzimajući u obzir navedeno napravljena je projekcija poslovanja od 2026. do 2030. na temelju koje su rađeni izračuni slobodnih novčanih tokova. Vrijednost vječne rente utvrđena je korištenjem formule za izračun iste.³ Tablica 5. prikazuje projekciju poslovanja Društva u razdoblju od 2026. do 2030. godine.

³ Formula za izračun vječne rente bazira se na slobodnom novčanom toku nakon posljednje godine projekcije (2030. godine) i dijeli se s razlikom između stope prosječnog ponderiranog troška kapitala i stope rasta slobodnih novčanih tokova u budućnosti (koja je u ovom slučaju određena po stopi od 1%). Formula za izračun vječne rente je sljedeća: slobodni novčani tok iz 2030. godine $\times (1 + \text{stopa rasta novčanih tokova}) / (\text{wacc} - \text{stopa rasta novčanih tokova})$. Takav način izračuna vrijednosti koristi i jedna od najvećih investicijskih banaka u svjetskim razmjerima UBS. Vidjeti: Cooper, S. (2000) *DCF and terminal values*. London: Global Valuation Group, Equity analysis seminars, str. 29.

Tablica 5. Projekcija računa dobiti i gubitka društva Tehnika d.d. od 2026. do 2030.

RAČUN DOBITI I GUBITKA		2025	2026p	2027p	2028p	2029p	2030p
POSLOVNI PRIHODI							
Prihodi od prodaje		34.166.006	35.874.306	37.668.022	39.551.423	41.528.994	43.605.444
Ostali poslovni prihodi		25.316.603	26.582.433	27.911.555	29.307.133	30.772.489	32.311.114
		8.849.403	9.291.873	9.756.467	10.244.290	10.756.505	11.294.330
POSLOVNI RASHODI							
Promjene vrijednosti zaliha proizvodnje u tijeku i gotovih proizvoda		(37.105.295)	(35.662.648)	(36.692.420)	(37.736.012)	(39.622.813)	(41.603.954)
		(6.590)	(10.762)	(11.300)	(11.865)	(12.459)	(13.082)
Materijalni troškovi		(22.554.775)	(23.684.217)	(24.868.428)	(26.111.849)	(27.417.442)	(28.788.314)
Troškovi osoblja		(7.615.476)	(7.892.347)	(7.533.604)	(7.119.256)	(7.475.219)	(7.848.980)
Vrijednosno usklađivanje i rezerviranje		(940.922)	(904.033)	(949.234)	(996.696)	(1.046.531)	(1.098.857)
Ostali troškovi		(5.987.532)	(3.171.289)	(3.329.853)	(3.496.346)	(3.671.163)	(3.854.721)
DOBIT PRIJE KAMATA, POREZA I AMORTIZACIJE - EBITDA		(2.939.289)	211.658	975.602	1.815.410	1.906.181	2.001.490
Amortizacija		(495.719)	(929.145)	(941.701)	(988.786)	(1.038.225)	(1.090.136)
DOBIT PRIJE KAMATA I POREZA - EBIT		(3.435.008)	(717.486)	33.901	826.625	867.956	911.354
Financijski rezultat		(1.601.290)	(1.858.289)	(531.119)	(557.675)	(585.559)	(614.837)
Financijski prihodi		2.521	0	0	0	0	0
Financijski rashodi		(1.603.811)	(1.858.289)	(531.119)	(557.675)	(585.559)	(614.837)
DOBIT/GUBITAK PRIJE OPOREZIVANJA		(5.036.298)	(2.575.775)	(497.218)	268.950	282.397	296.517
Porez na dobit		0	0	0	0	0	0
DOBIT/GUBITAK NAKON OPOREZIVANJA		(5.036.298)	(2.575.775)	(497.218)	268.950	282.397	296.517

Procjena vrijednosti dionice Društva DCF metodom bazira se na slobodnim novčanim tokovima. Slobodni novčani tok (FCF) označava novčani tok od poslovanja raspoloživ svim ulagačima (vlasnicima i kreditorima). Slobodni novčani tok jednak je novcu koji ostane društvu nakon podmirivanja svih obveza prema državi, nakon svih kapitalnih ulaganja i nakon što se uzme u obzir promjena u radnom kapitalu nastala uslijed promjene poslovnih prihoda ili nekih drugih tržišnih uvjeta poslovanja.

Za potrebe procjene fer vrijednosti dionice Društva slobodni novčani tok utvrđen je na sljedeći način:

<p> Neto operativni rezultat umanjen za adekvatne poreze (NOPLAT) + Amortizacija = Bruto novčani tok +/- Promjene u radnom kapitalu - Kapitalna ulaganja = Slobodni novčani tok za dioničare i kreditore </p>

Elementi slobodnog novčanog su:

1. Neto operativni rezultat umanjen za adekvatne poreze ("NOPLAT"). Odnosi se na neto operativni rezultat iz poslovanja ("EBIT") umanjen za plaćanja poreza na dobit, koji je korigiran za porezne štitove od financijskih rashoda te poreze od financijskih prihoda.
2. Amortizacija predstavlja trošak osnovnih sredstava u toku jedne godine.
3. Bruto novčani tok predstavlja čisti rezultat iz poslovanja nakon što se podmire svi troškovi prema državi.
4. Promjena radnog kapitala.⁴
5. Kapitalna ulaganja podrazumijevaju ulaganja u kapitalne investicije u tijeku jedne godine. U razdoblju od 2026. do 2030. kapitalna ulaganja predviđena su u iznosu od 1.150.000 eura.

⁴ Radni kapital predstavlja razliku između kratkotrajne imovine i kratkoročnih obveza, međutim za potrebe procjene vrijednosti dionice Društva u izračun radnog kapitala ne ulazi novac na računu jer se taj iznos koristi kako bi se došlo do vrijednosti kapitala Društva. Vidjeti: CFA Program Curriculum (2012) *Financial Reporting and Analysis*. Boston: Pearson Custom Publishing, str. 220.

Kako bi se projicirani slobodni novčani tokovi diskontirali, odnosno sveli na sadašnju vrijednost potrebno je odrediti prosječnu ponderiranu stopu troška kapitala (WACC). WACC predstavlja oportunitetni trošak slobodnih novčanih tokova, a koristi se za izračun diskontne stope po kojoj se diskontiraju slobodni novčani tokovi društva, kako bi se uzela u obzir vremenska preferencija novčanih priljeva. Naime, razlozi korištenja WACC-a vezani su uz nejednaki značaj novčanih priljeva koje dioničari/članovi društva i kreditori dobivaju uzevši u obzir vremenski aspekt.

Prema profesoru Aswathu Damodaranu prosječna ponderirana stopa troška kapitala (WACC) za 160 društava iz građevinske industrije u Europi iznosi 6,24%⁵ stoga će se ta stopa koristiti kako bi se projicirani novčani tokovi sveli na sadašnju vrijednost.

Nakon određivanja prosječnog ponderiranog troška kapitala, potrebno je odrediti diskontni faktor. Diskontni faktor predstavlja korektivni element koji uvažava vremensku preferenciju novčanih primitaka i izdataka. Izračunava se kao inverzna vrijednost troška ukupno investirano kapitala – WACC društva potencirana na t što čini vremensku komponentu. Diskontni faktor, što se može zaključiti i iz same formule, može varirati između 0 i 1. Što je veći odmak vremena ili trošak kapitala, diskontni faktor je manji.

$$\frac{1}{(1+WACC)^t}$$

Konačna vrijednost utvrđuje se kao umnožak diskontnog faktora i slobodnog novčanog toka. Nakon određivanja diskontne stope potrebno je izračunati slobodne novčane tokove. Izračun slobodnih novčanih tokova prikazan je u tablici 6.

Tablica 6. Slobodni novčani tokovi (FCF) u razdoblju 2026. – 2030.

<i>Godina</i>	<i>2026p</i>	<i>2027p</i>	<i>2028p</i>	<i>2029p</i>	<i>2030p</i>
NOPLAT	(717.486)	33.901	826.625	867.956	911.354
Amortizacija	929.145	941.701	988.786	1.038.225	1.090.136
Bruto novčani tok	211.658	975.602	1.815.410	1.906.181	2.001.490
(-)Povećanje/(+)Smanjenje radnog kapitala	(385.110)	(807.172)	(941.701)	(1.087.664)	(1.245.870)
(-)Kapitalne investicije/(+) Prodaja imovine	(200.000)	(220.000)	(230.000)	(250.000)	(250.000)
Bruto investicije	(585.110)	(1.027.172)	(1.171.701)	(1.337.664)	(1.495.870)
SLOBODNI NOVČANI TOK	(373.452)	(51.570)	643.710	568.517	505.620
Diskontni faktor	0,94	0,89	0,83	0,78	0,74
Sadašnja vrijednost FCF-a	(351.045)	(45.897)	534.279	443.443	374.159

⁵ Vidjeti: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> (3. 4. 2026.)

Na temelju tablice 6. proizlazi da je ukupna sadašnja vrijednost slobodnog novčanog toka 954.939 eura. Nakon procjene slobodnog novčanog toka do 2030. godine potrebno je procijeniti i vrijednost Društva nakon projiciranog razdoblja. Vrijednost Društva izvan projiciranog razdoblja, odnosno tzv. vječna renta izračunana je na temelju projiciranog slobodnog novčanog toka u posljednjoj (2030.) godini te je uvećana za stopu dugoročnog rasta. Stopa dugoročnog rasta predviđena je na razini od 1%.

Izračun vječne rente varijacija je Gordonovog modela:

Vječna renta = slobodni novčani tok u 2030. x (1 + stopa dugoročnog rasta) / (ponderirani prosječni trošak kapitala – stopa dugoročnog rasta).

Uzimajući u obzir navedeno, vrijednost vječne rente je procijenjena uz planirani godišnji rast od 1% u odnosu na FCF iz 2030. (505.620 eura) i WACC od 6,24%. Temeljem takvog izračuna proizlazi da je vrijednost vječne rente 10.902.218 eura, dok je sadašnja vrijednost vječne rente 8.067.641 eura. Zbrajajući taj iznos sa sadašnjom vrijednošću slobodnih novčanih tokova dobije se da vrijednost Društva iznosi 9.022.580 eura. Kako bi se utvrdila vrijednost kapitala društva Tehnika d.d. od vrijednosti Društva potrebno je oduzeti neto dug (tablica 7.).

Tablica 7. Izračun vrijednosti kapitala Društva metodom diskontiranih novčanih tokova

RED. BR.	STAVKA IZRAČUNA	IZNOS
1	SADAŠNJA VRIJEDNOST (PRESENT VALUE-PV) FCF	954.939
2	SADAŠNJA VRIJEDNOST VJEČNE RENTE	8.067.641
3=1+2	VRIJEDNOST DRUŠTVA (EV-ENTERPRISE VALUE)	9.022.580
4	NETO DUG (31. 12. 2025.)	(8.577.198)
5= 3+4	VRIJEDNOST KAPITALA	445.382
6	BROJ DIONICA	189.460
7	VRIJEDNOST DIONICE	2,35

Dakle, primjenom metode diskontiranih novčanih tokova utvrđena je vrijednost dionice Društva u iznosu od **2,35 eura**.

3.4. Određivanje značaja primijenjenih metoda i utvrđivanje vrijednosti dionice Tehnike d.d.

Nakon što su prezentirane sve metode korištene pri procjeni vrijednosti Tehnike d.d. u tablici 8. daje se, u obliku rekapitulacije, pregled svih procijenjenih iznosa vrijednosti dionice Tehnike d.d.

Tablica 8. Rekapitulacija procijenjenih iznosa dionice Tehnike d.d.

Korištena metoda procjene	Procijenjeni iznos po dionici (€)
Metoda usporedivih društava	0,00
Metoda knjigovodstvene vrijednosti	0,00
Metoda diskontiranih novčanih tokova (DCF)	2,35

Kada se koristi više metoda za procjenu tada se vrijednost dionice utvrđuje kao ponderirani prosjek vrijednosti dionica dobivenih primjenom tih metoda. Tako se, po mišljenju vještaka Procjene vrijednosti, sukladno značaju danom pojedinim metodama za utvrđivanje vrijednosti dionice [metoda usporedivih društava – 0,3250; metoda knjigovodstvene vrijednosti – 0,3250; metoda diskontiranih novčanih tokova – 0,30] ponderirana vrijednost dionice Tehnike d.d. (u daljnjem tekstu: PVD) može izračunati prema sljedećoj formuli:

$$PVD = 0,3250 \times VD_{UD} + 0,3250 \times VD_{KV} + 0,30 \times VD_{DCF}$$

u kojoj pojedini simboli imaju sljedeće značenje: VD_{UD} = vrijednost dionice po metodi usporedivih društava, VD_{KV} = vrijednost dionice po metodi knjigovodstvene vrijednosti i VD_{DCF} = vrijednost dionice po metodi diskontiranih novčanih tokova (DCF).

Korištenjem u tablici 8. prikazanih vrijednosti dionice Tehnike d.d. ponderirana **vrijednost dionice iznosi 0,82 eura** $[(0,3250 \times 0) + (0,3250 \times 0) + (0,30 \times 2,35)]$.

4. ZAKLJUČAK

Pri procjeni vrijednosti dionice Tehnike d.d. korištene su sljedeće metode: a) metoda usporedivih društava, b) metoda diskontiranih novčanih tokova te d) metoda knjigovodstvene vrijednosti.

Primjenom više metoda procjene utvrđene su sljedeće vrijednosti dionice Društva:

- metodom usporedivih društava u iznosu od 0 eura,
- metodom knjigovodstvene vrijednosti u iznosu od 0 eura,
- metodom diskontiranih novčanih tokova u iznosu od 2,35 eura.

Pri utvrđivanju vrijednosti dionice Društva najveći značaj dan je metodi diskontiranih novčanih tokova (ponder 0,35) budući da je jedino tom metodom procjene utvrđena vrijednost dionice Tehnike d.d. koja je veća od 0.

Sukladno utvrđenim ponderima, kroz koje je dan odgovarajući značaj primijenjenim metodama, ovom Procjenom utvrđena je **vrijednost dionice** društva Tehnika d.d. iznosu od **0,82 eura**.

Uzimajući u obzir kako je vrijednost dionice Tehnike d.d. 0,82 eura – zaključno se utvrđuje:

da vrijednost 37.891 redovne dionice Tehnike d.d. iznosi 31.070,62 eura.

Stalni sudski vještak za financije i računovodstvo:


Marko Dvorski, dipl. oec., ovlaštenu revizor