

IZVJEŠTAJ O PROCJENI VRIJEDNOSTI POSLOVNIH UDJELA

Društvo:
ULJANIK BRODOGRADNJA 1856. D.O.O.

Naručitelj:
ULJANIK BRODOGRADILIŠTE d.d. U
STEČAJU

U ZAGREBU, OŽUJAK 2022.



Sadržaj

Izjava o odricanju odgovornosti	03
Popis skraćenica	04
Ključni nalazi i preporuke	05
Sažetak izvještaja	08
Predmet analize, informacije i ograničenja	10
Analiza sadašnjeg stanja i poslovanja	14
Pregled tržišta i usporednih Društava	21
Metodologija procjene vrijednosti	27
Poslovno planiranje i DCF metoda	37
Metoda tržišne usporedbe	41
Statička metoda	45
Procjena vrijednosti - zaključak	48

Izjava o odricanju odgovornosti

Poštovani,

Na Vaš zahtjev, MARČINKOVIĆ I PARTNERI (dalje u tekstu: „Savjetnik”) pripremio je izvještaj Procjene vrijednosti poslovnih udjela društva ULJANIK BRODOGRADNJA 1856. d.o.o. sukladno informacijama i ostalim pretpostavkama navedenima u nastavku izvještaja (dalje u tekstu: „Izvještaj”). Ovaj Izvještaj je izrađen na zahtjev Klijenta, te se kao takav isključivo može koristiti za interne potrebe Klijenta. Ovaj Izvještaj ne može koristiti u bilo koju drugu svrhu, te se ne može kopirati, umnožavati niti davati na uvid trećim osobama bez pismenog odobrenja Savjetnika.

Obavijest neovlaštenim osobama koje dođu u posjed ovog Izvještaja:

Savjetnik je za potrebe izrade ovog Izvještaja koristio financijske podatke dostavljene od strane Klijenta, a koje mu je predočio Klijent kao istinitu i objektivnu sliku financijskog položaja i rezultata poslovanja, za čiju ispravnost i istinitost Savjetnik ne odgovara, niti je bio ovlašten ili angažiran radi provjere te istinitosti i ispravnosti sadržaja dokumentacije.

Savjetnik i druge osobe koje su sudjelovale u izradi ovog Izvještaja ne preuzimaju odgovornost za rezultate ulaganja, kao što ne preuzimaju odgovornost za bilo kakvu štetu (stvarna šteta - lat. damnum emergens ili izmaklu dobit - lat. lucrum cessans), koja bi proizašla iz korištenja mišljenja iz ovog Izvještaja.

Ovaj Izvještaj je izrađen za navedenu svrhu, pri čemu su korišteni podaci koje je dostavio Klijent, za koje Savjetnik ne odgovara. Izvršene su analize i procjene svih potrebnih informacija od strane Savjetnika i drugih osoba kao neovisnih stručnjaka, te su korišteni javno dostupni podaci potrebni za provedbu analize. Ovaj Izvještaj se ne smije umnožavati niti koristiti kao cjelokupan Izvještaj ili u nekom njegovom dijelu od strane trećih osoba za koje nije izrađen. Ovaj Izvještaj je izrađen na temelju svih prethodno navedenih dostupnih informacija, nastalih i dostupnih do dana izrade ovog Izvještaja, te Savjetnik ne preuzima odgovornost za bilo kakve događaje koji jesu ili mogu biti od utjecaja na ovu procjenu, a koji su se dogodili nakon izrade ovog Izvještaja.

U slučaju pojave bilo kakve informacije koja Savjetniku nije bila dostupna u vrijeme izrade ovog Izvještaja, Savjetnik pridržava pravo, na zahtjev Klijenta, dopuniti ovaj Izvještaj sa navedenim informacijama, te na temelju tih informacija izraditi novo mišljenje. Mišljenja iz ovog Izvještaja su rezultat ocjene svih bitnih značajki koje je Savjetnik smatrao relevantnima, koje su obrazložene u ovom Izvještaju, te Savjetnik dozvoljava mogućnost da se na temelju naprijed navedenih značajki može dati i drugačija procjena.

Ovaj Izvještaj ne predstavlja investicijski savjet, ili preporuku za vršenje bilo kakvog ulaganja utemeljenog na ovom Izvještaju. Nacrt ovog Izvještaja je predočen Klijentu, koji je potvrdio točnost svih podataka na temelju kojih je ovaj Izvještaj izrađen.

S poštovanjem,



MARČINKOVIĆ I PARTNERI d.o.o.
Z A G R E B

Mato Marčinković

Direktor / Ovlašteni procjenitelj

MARČINKOVIĆ I PARTNERI d.o.o.

U Zagrebu, 18. veljače 2022. godine

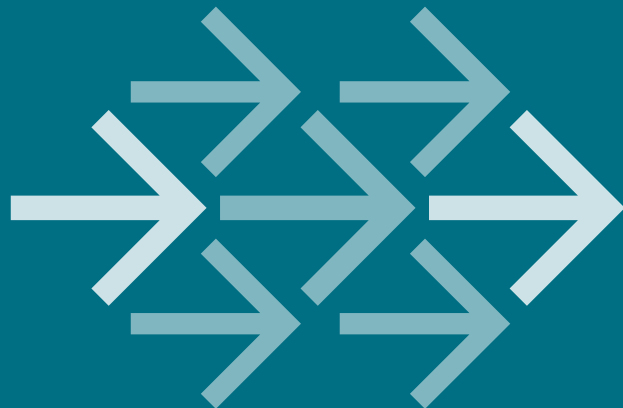
Popis skraćenica

Popis skraćenica	
Savjetnik	MARČINKOVIĆ I PARTNERI d.o.o.
Društvo	ULJANIK BRODOGRADNJA 1856. d.o.o.
Naručitelj	ULJANIK BRODOGRADILIŠTE d.d. u stečaju
DCF metoda	Metoda diskontiranog novčanog tijeka (Discounted Cash Flow Method)
EBITDA	Dobit prije kamata, poreza, amortizacije i vrijednosnog usklađenja (Earnings Before Interest Tax Depreciation Amortization)
EBIT	Dobit prije kamata i poreza (Earnings Before Interest and Tax)
CARG	Složena godišnja stopa rasta
MSFI 9	Međunarodni standardi financijskog izvještavanja 9 - Financijski instrumenti
EUR	Euro
HRK	Hrvatska kuna
MAX	Maksimum
MIN	Minimum
n/a	Nije primjenjivo (Not applicable)
n.s.	Nije navedeno (Not Stated)



01

KLJUČNI NALAZI I PREPORUKE



Ključni nalazi i preporuke

Ukupna buduća vrijednost vlasničkog kapitala proizlazi iz poslovnog plana

Područje	Nalaz	Preporuka savjetnika
Trenutno poslovanje i poslovni plan	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Odlukom Skupštine društva Društvo je dokapitalizirano, te su Vlasnici kapitala osigurali kvalitetnu pripremu za početak proizvodnje i završetak prije svega 2 preuzeta projekta dok je novi projekt ugovoren sa naručiteljima iz Izraela tijekom 2022. godine. ➤ Društvo još nije realiziralo planirane projekte, te se očekuje da će tijekom 2022. i 2023. godine ostvariti prihode na razini od 322 mil HRK u prosjeku dok su prihodi 2021. godine iznosili svega 24,7 mil HRK. Sukladno navedenome ukupna vrijednost vlasničkog kapitala proizlazi iz poslovnog plana Društva i pretpostavci da će se isti realizirati. 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Ukoliko dođe do značajnog odstupanja od plana i realizacije tijekom 2022. godine nužno je napraviti dopunu procjene vrijednosti vlasničkog kapitala.
Potpora Vlasnika	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Ukupna unesena imovina u novo Društvo iznosi preko 255,7 mil HRK, što je dijelom uneseno u temeljni kapital Društva (107,5 mil HRK) a dijelom je evidentirano kao materijalna imovina, zalihe i pasivna vremenska razgraničenja. Navedeno predstavlja potporu Vlasnika i omogućavanje nastavka poslovanja na tržišnim principima. ➤ S obzirom na specifičnost industrije za realizaciju plana poslovanja i daljnji rast u srednjem i dugom roku potrebna je kontinuirana potpora Vlasnika. 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ n/a
Imovina Društva - koncesija	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Prema provedenoj analizi financijskog stanja Društva na dan 31.12.2021. godine (preliminarna bruto bilanca) Savjetnik smatra kako je imovina Društva u dijelu podcijenjena, a što se prije svega odnosi na koncesiju koju Društvo ima na pomorskom dobru i koja je osnov za buduće poslovanje Društva. Koncesija na pomorskom dobru („Koncesija na pomorskom dobru u svrhu gospodarskog korištenja luke posebne namjene-brodogradilišta Uljanik (od otvaranja stečajnog postupka)“) koja vrijedi do 18.01.2041. godine u knjigama je zavedena u iznosu od 1 HRK. Sukladno Zakonu o koncesijama (NN 107/20) u članku 20. stavku 1. definirano je da Davatelj koncesije procjenjuje vrijednost koncesije na temelju koje se utvrđuju i svi drugi elementi prilikom davanja koncesije. Bez navedene koncesije Društvo ne može ostvarivati poslovne prihode i samim time ista ima ključnu ulogu u nastavku poslovanja. ➤ Iz perspektive procjene vrijednosti vlasničkog kapitala na dan 31.12.2021. godine ista nema direktan utjecaj na procjenu s obzirom na činjenicu da je ista ključna za generiranje poslovnih prihoda i kao takva u metodi diskontiranih novčanih tokova ne može predstavljati neoperabilnu imovinu Društva. Nadalje, Zakon o koncesijama definirao je da se koncesija ne može prenositi ili prodavati na drugu pravnu osobu pa samim time nema utjecaja niti na statičku metodu procjene vrijednosti Društva (potencijalni preuzimatelj koncesije mora kupiti cijelo Društvo da bi preuzeo koncesiju i nastavio raditi). ➤ S obzirom na činjenicu da procjena vrijednosti vlasničkog kapitala i stvarna kupoprodajna cijena Društva ili udjela ne mora biti (često nije) jednaka radi niza faktora smatramo da je potrebno proknjižiti vrijednost koncesije, jer ista u određenim okolnostima može imati efekt na kupoprodajnu cijenu Društva ili udjela u Društvu. 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Preporuka je Savjetnika da Društvo zatraži od davatelja koncesije procijenjenu vrijednost iste sukladno članku 20. Zakona o koncesijama (NN 107/20), te da istu evidentira u poslovnim knjigama sukladno računovodstvenim propisima.

Ključni rizici i preporuke

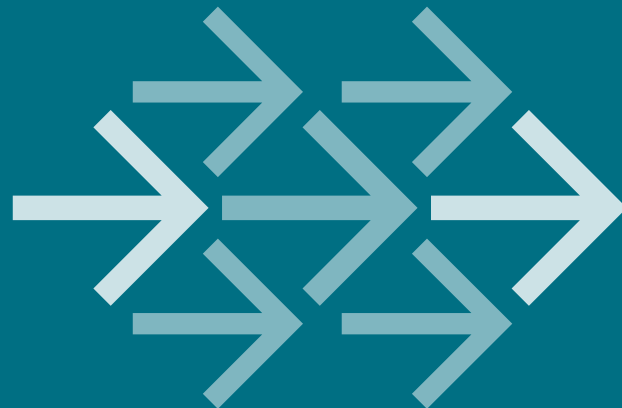
Društvo se u svojem poslovanju susreće s tržišnim rizicima kojima je potrebno kontinuirano upravljati

Područje	Nalaz	Preporuka savjetnika
Nastavak rata u Ukrajini i utjecaj na cijene na tržištu	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Značajan dio ukupnih troškova Društva odnosi se na proizvodnju i to na materijal u proizvodnji energente u istoj. Kretanja cijena materijala na tržištu tijekom 2021. i 2022. godine su u konstantnom porastu sa značajnim utjecajem na sve proizvođače pa tako i Društvo. Daljnji dugotrajniji nastavak i/ili dodatna eskalacija rata u Ukrajini i potencijalnog proširenja sukoba imati će za posljedicu i nastavka rasta cijene energenata kao i materijala na tržištu, te daljnjeg problema s isporukom materijala na svjetskoj razini. ➤ U ovom trenutku nije moguće precizno utvrditi koliki će potencijalni negativni efekti biti na cjelokupno tržište i na samo Društvo i prije svega ovisi o trajanju sukoba u Ukrajini. 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ n/a
Kamatne stope	<ul style="list-style-type: none"> ➤ S obzirom na cjelokupnu situaciju na tržištu kamatne stope na zaduženje su u porastu u zadnje vrijeme s tendencijom daljnjeg rasta. Društvo u razvoju svojih projekata ovisi u kratkom i srednjem roku i o novom zaduženju za potrebe proizvodnje što će imati negativan utjecaj na novčane tokove. 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Potpora Vlasnika nužna je za povoljnije zaduživanje Društva na tržištu kapitala.
COVID 19	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Iako je pandemija uzrokovana virusom COVID 19 u padu, ona je i dalje relativno daleko od samog kraja što dodatno otežava i usporava proizvodnju i distribuciju roba i materijala u svijetu. ➤ Navedeno može imati negativnu posljedicu u vidu kašnjenja u proizvodnji i isporuci gotovih proizvoda i samim time plaćanja eventualnih penala kod kašnjenja. 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ n/a
Tržišno poslovanje i procijenjena vrijednost vlasničkog kapitala	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Društvo je ovom trenutku rezultatski daleko od konkurenata na tržištu jer je u tijeku realizacija projekata, te se planirani efekti očekuju tijekom 2022. i 2023. godine. ➤ Savjetnik je zaprimio plan Društva iz prosinca 2020. godine, te je isti prilagodio stvarno ostvarenim rezultatima tijekom 2021. godine i isti „pomaknuo“ za jednu godinu unaprijed. S obzirom da ukupna vrijednost Društva u ovom dokumentu proizlazi iz poslovnog plana izrazito je bitno da se isti realizira. Poslovni plan pripremljen je za period od 2 godine dok je za naredne 3 godine Savjetnik planirao poslovanje na razini usporednih društava na tržištu uz pretpostavku stabilizacije poslovanja i neometanog nastavka istoga. ➤ Savjetnik je prilikom ove procjene razmatrao ukupno 3 metode procjene no s obzirom na specifičnost poslovnog modela i činjenice da realizacija poslovanja u najvećem dijelu tek počinje morao je odbaciti metodu tržišne usporedbe. Smatramo da je navedeno ispravno i zbog specifičnosti industrije kao i činjenice da uslijed pandemije uzrokovane virusom COVID 19 nije bilo značajnijeg broja usporednih transakcija na tržištu koje bi bile primjenjive. 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Preporuka je Savjetnika kontinuirano praćenje realizacije plana s pripremom izmjena i dopuna istoga na kvartalnoj razini kako bi se u najkraćem roku uspostavilo poslovanje na tržišnim osnovama.



02

SAŽETAK IZVJEŠTAJA



Sažetak izvještaja

Izvještaj o procjeni vrijednosti poslovnih udjela društva ULJANIK BRODOGRADNJA 1856. d.o.o. („Društvo“ ili „Predmet procjene“) na dan 31.12.2021. godine izrađen je od strane savjetodavnog društva MARČINKOVIĆ I PARTNERI d.o.o. („Procjenitelj“) temeljem ugovora između Procjenitelja i društva ULJANIK BRODOGRADILIŠTE d.d. u stečaju („Naručitelj“)

Predmet ugovora su usluge procjene vrijednosti poslovnih udjela Društva na dan 31.12.2021. godine („Izvještaj“).

Kako bi utvrdili fer tržišnu vrijednost Društva i vlasničkog kapitala, tijekom veljače 2022. godine proveli smo analizu financijskog stanja i poslovanja Društva, te eksternu analizu tržišta i kretanja na tržištu. Ovaj Izvještaj sadrži tržišne i financijske analize neophodne da se na nezavisan način procijeni budući financijski rezultat poslovanja Društva te da se na tim osnovama odredi poslovna vrijednost Društva i vlasničkog kapitala. Savjetnik je za potrebe izrade ovog Izvještaja koristio financijske podatke dostavljene od strane Klijenta, a koje mu je predočio Klijent kao istinitu i objektivnu sliku financijskog položaja i rezultata poslovanja, za čiju ispravnost i istinitost Savjetnik ne odgovara, niti je bio ovlašten ili angažiran radi provjere te istinitosti i ispravnosti sadržaja dokumentacije.

Nadalje, prema informacijama dobivenim od Društva, Naručitelj nam je dostavio sve ključne informacije relevantne za buduće poslovanje i razvoj Društva, te u tom smislu ne postoje skriveni uvjeti i informacije koji bi mogli utjecati na predmetni portfelj objekata i Društvo u budućnosti, a koje bi mogle utjecati na točnost naših projekcija i zaključaka sadržanih u ovom Izvještaju.

Naš se Izvještaj temelji na pretpostavkama i procjenama koje su predmet buduće neizvjesnosti i varijacija koje mogu nastati u okruženju. Naše su pretpostavke poslovnog planiranja u ovom Izvještaju pripremljene na osnovu povijesnih podataka i normaliziranog poslovnog rezultata.

Uzevši u obzir metodologiju vrednovanja poslovnih udjela, mišljenje je Savjetnika kako je vrijednost 100% vlasničkog kapitala Društva na dan 31.12.2021. godine u rasponu od 361,3 mil do 399,3 mil HRK,

odnosno jednaka iznosu od HRK do 380,3 mil HRK.

Navedeno ukazuje da je vrijednost udjela Naručitelja (dva poslovna udjela koja su jednaka udjelu od 54,77%) na dan 31.12.2021. godine jednaka iznosu od 208,3 mil HRK!

Savjetnik i druge osobe koje su sudjelovale u izradi ovog Izvještaja ne preuzimaju odgovornost za bilo kakvu štetu (stvarna šteta - lat. Damnum emergens ili izmaklu dobit – lat. lucrum cessans), koja bi proizašla iz korištenja mišljenja iz ovog Izvještaja. Ovaj Izvještaj se ne smije umnožavati niti koristiti kao cjelokupan Izvještaj ili u nekom njegovom dijelu od strane trećih osoba za koje nije izrađen. U slučaju pojave bilo kakve informacije koja Savjetniku nije bila dostupna u vrijeme izrade ovog Izvještaja, Savjetnik pridržava pravo, na zahtjev Klijenta, dopuniti ovaj Izvještaj sa navedenim informacijama, te na temelju tih informacija novo mišljenje.

S poštovanjem,



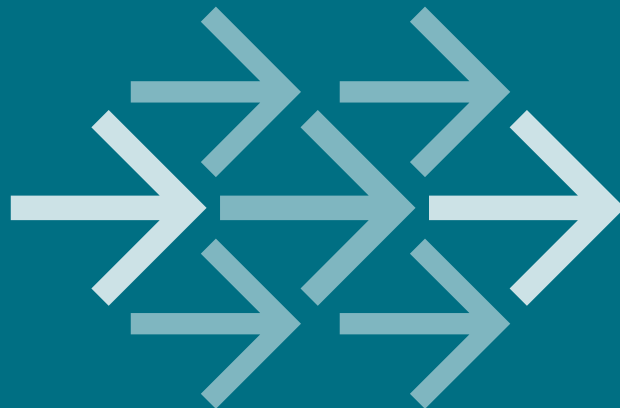
MARČINKOVIĆ I PARTNERI d.o.o.
Z A G R E B

Mato Marčinković, direktor/ ovlašteni procjenitelj trgovačkih društava



03

PREDMET ANALIZE, INFORMACIJE I OGRANIČENJA



Informacije

- Nijedna osoba koja nije primatelj ovog Izvještaja ili koja nije potpisala i vratila Savjetniku potvrdu o pismenoj suglasnosti Savjetnika za pristup, kopiranje i umnožavanje ovog Izvještaja, nije ovlaštena imati pristup ovom Izvještaju.
- Savjetnik ne prihvaća i ne preuzima odgovornost prema neovlaštenoj osobi kojoj je prikazan ovaj Izvještaj ili nekoj drugoj osobi koja inače može dobiti pristup ovom Izvještaju.
- Ako se bilo koja neovlaštena osoba odluči oslanjati na sadržaj ovog Izvještaja, ista to u potpunosti radi na vlastiti rizik.
- Ako bilo koja neovlaštena osoba dobije pristup i čitanje ovog Izvještaja, ta osoba prihvaća i slaže se sa sljedećim:
- Ovaj Izvještaj pripremljen je u skladu s uputama Naručitelja i isključivo za potrebe Naručitelja ili drugih korisnika ovog Izvještaja kojima je Savjetnik potpisao pismenu suglasnost za pristup i korištenje ovog Izvještaja;
- Savjetnik, naši partneri, zaposlenici i agenti ne duguju niti prihvaćaju bilo kakvu dužnost ili odgovornost prema čitatelju, bilo u ugovoru ili u prekršaju (uključujući, bez ograničenja, nepažnju i kršenje zakonske obveze). Savjetnik nije odgovoran za bilo kakav gubitak, štetu ili trošak bilo koje prirode koji proizlazi iz bilo kakve upotrebe ili odluke čitatelja koja može biti donesena na osnovu sadržaja ovog Izvještaja.
- Naš je rad proveden u skladu s primjenjivim međunarodnim profesionalnim standardima. Standardi i praksa relevantni za projektni zadatak mogu biti drugačiji u drugim jurisdikcijama i ne mogu predviđati izvještavanje na način koji se ovdje razmatra. Sukladno tome, ovaj Izvještaj nije pripremljen u skladu sa standardima i praksom bilo kojeg profesionalnog tijela u bilo kojoj drugoj jurisdikciji.
- Ovaj izvještaj ne može se citirati u cijelosti ili djelomično u bilo kojem drugom dokumentu, davati trećima, kopirati, umnožavati bez izričite pismene suglasnosti Savjetnika.

Predmet analize

Predmet analize

Predmet analize je procjena vrijednosti poslovnih udjela društva ULJANIK BRODOGRADNJA 1856 d.o.o. na dan 31.12.2021. godine.

Naručilj analize je društvo ULJANIK BRODOGRADILIŠTE d.d. u stečaju.

Svrha procjene je za interne potrebe Naručitelja.

Primatelj izvještaja

Ovaj izvještaj namijenjen je za korištenje Klijentu i ne može se bez pisane suglasnosti Savjetnika koristiti za bilo koju drugu svrhu. Nijedna osoba koja nije primatelj ovog Izvještaja ili koja nije potpisala i vratila Savjetniku potvrdu o pismenoj suglasnosti Savjetnika za pristup, kopiranje i umnožavanje ovog Izvještaja, nije ovlaštena imati pristup ovom Izvještaju.

Baza vrijednosti

Za navedenu svrhu korištena je baza "Tržišna vrijednost" (engl. Market Value), definirana u skladu s međunarodnim standardima procjene vrijednosti kao: „Najviša cijena, iskazana u novčanim ekvivalentima, po kojoj se 100% vlasničkih udjela može transferirati između potencijalnog kupca i prodavatelja, uzimajući u obzir tržišne cijene na otvorenom i neograničavajućem tržištu, pod pretpostavkom da niti jedan od subjekata nije pod prisilom kupnje ili prodaje te svi subjekti imaju saznanja o svim relevantnim informacijama.“

Premisa vrijednosti

Tržišna vrijednost imovine odražava njezinu najveću i najbolju upotrebu (Highest and best use). Najviša i najbolja upotreba je korištenje sredstava koje maksimizira njegov potencijal i stvara najveću vrijednost za njenog vlasnika, a koje je moguće, zakonski dopušteno i finansijski izvedivo.

Specifični faktori

Faktori specifični za određenog kupca ili prodavatelja koji nisu dostupni sudionicima na tržištu isključeni su iz inputa koji se koriste u predmetnoj analizi. Dakle, procijenjena fer tržišna vrijednost ne odražava atribute imovine koji su vrijedni za određenog vlasnika ili kupca i koja nisu dostupni drugim kupcima na tržištu (npr. dodatna vrijednost kroz stvaranje portfelja sredstava, sinergije, porezne olakšice ili porezna opterećenja jedinstvena za subjekt, i sl.).

Transakcijski troškovi

Procijenjena vrijednost predstavlja procijenjenu tržišnu cijenu imovine bez obzira transakcijske troškove i bez usklađivanja za bilo koje poreze koje bilo koja strana plaća kao izravnu posljedicu transakcije.

Ograničenja

Korištena dokumentacija

U svrhu provedbe procjene vrijednosti korištena je sljedeća dokumentacija na koju se procjena oslanja:

- Bruto bilance Društva na dan 31.12.2019., 31.12.2020. godine i 31.12.2021. godine
- Baza podataka MergerMarket;
- Različite informacije s internetskih stranica Aswath Damodaran, Bloomberg i Yahoo Finance.
- Informacije dostupne u javnim izvorima

Ograničenja

Ovaj Izvještaj temelji se na najnovijim informacijama koje su nam dostupne i ne prihvaćamo odgovornost za događaje nakon datuma izdavanja. Vrijednosti Društva navedenu u ovom Izvještaju smatramo razumnim na temelju informacija koje smo zaprimili i pretpostavkama koje smo koristili. Napominjemo kako postoji stupanj subjektivne prosudbe pri izračunu vrijednosti u ovom Izvještaju te je drugačijom prosudbom od naše moguće doći do drugih vrijednosti.

Opseg posla nije obuhvaćao provedbu niti jedne vrste dubinskog snimka društva, sukladno čemu Savjetnik ne može u potpunosti potvrditi da je identificirao sve informacije potrebne za utvrđivanje fer vrijednosti Društva.

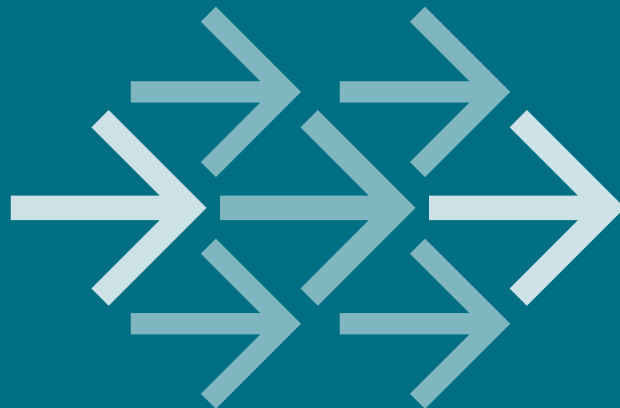
Ovaj Izvještaj ne može se koristiti za donošenje investicijskih odluka.

Savjetnik zadržava pravo revizije procjene i zaključaka u dokumentu u slučaju novih saznanja i/ili promjena okolnosti koje utječu na procjenu vrijednosti Društva.



04

ANALIZA SADAŠNJEG STANJA I POSLOVANJA



BILANCA STANJA

Najznačajnije promjene tijekom promatranog perioda odnose se na povećanje kratkotrajne imovine Društva, uz istovremeno povećanje ukupnih obveza

U HRK	31.12.2019.	31.12.2020.	31.12.2021.
Nematerijalna imovina	0	12.362.888	2.722.010
Materijalna imovina	0	109.757.065	225.745.271
Dugotrajna imovina	0	122.119.952	228.467.281
Zalihe	0	14.278.288	154.086.565
Potraživanja od kupaca	0	1.837.391	5.483.484
Potraživanja od povezanih poduzetnika	0	11.455	46.613
Potraživanja od države	100	32.816.032	803.926
Ostala potraživanja	0		6.850.559
Novac u banci i blagajni	12.197	729.509	9.917.960
Kratkotrajna imovina	12.297	49.672.674	177.189.107
Plaćeni troškovi budućeg razdoblja i obračunati prihodi			75.875
AKTIVA DRUŠTVA	12.297	171.792.627	405.732.262
Temeljni (upisani) kapital	20.000	136.420.100	244.009.600
Kapitalne rezerve		57	147
Zadržana dobit ili preneseni gubitak	-4.680	-7.938	-380.455
Dobit ili gubitak poslovne godine	-3.259	-372.516	-13.482.559
Manjinski (nekontrolirajući) interes			
KAPITAL I REZERVE	12.062	136.039.703	230.146.734
REZERVIRANJA	0	0	0
Dugoročne financijske obveze	0	0	37.145.757
Dugoročne obveze	0	0	37.145.757
Obveze za predujmove	0	20.000	934.377
Obveze prema povezanim poduzetnicima	0	32.964.318	593.888
Obveze prema dobavljačima	235	1.346.884	5.392.910
Obveze prema zaposlenicima	0	304.570	2.490.109
Obveze za poreze, doprinose i slična davanja	0	1.117.151	489.745
Kratkoročne obveze	235	35.752.924	9.901.028
Odgodeno plaćanje troškova i prihod budućeg razdoblja			128.538.743
PASIVA DRUŠTVA	12.297	171.792.627	405.732.262

➤ Imovina Društva na dan 31.12.2021. godine iznosila je 405,7 mil HRK, te je ista povećana za 136% tijekom 2021. godine sa 49,7 mil HRK koliko je iznosila na dan 31.12.2020. godine. Na navedeno povećanje najviše je utjecalo povećanje materijalne imovine za 106%, odnosno 116 mil HRK, te na promjenu stanja zaliha koje na dan izvještajnog razdoblja iznose 154 mil HRK, a što predstavlja rast od 980%.

➤ U poslovnim knjigama Društva koncesija nije zabilježena po procijenjenoj stvarnoj vrijednosti što bi dodatno uvećalo ukupnu imovinu Društva.

➤ Društvo je tijekom 2021. godine provelo dokapitalizaciju u visini od 107,6 mil HRK. Temeljni kapital na dan 31.12.2021. godine iznosio je 244 mil HRK, dok je ukupna vrijednost kapitala na isti dan 230,1 mil HRK. Umanjenje vrijednosti kapitala odnosi se na gubitak poslovne godine, u visini od oko 13,5 mil HRK

➤ Ukupne obveze Društva su tijekom promatranog perioda povećane za 32%, odnosno 11,3 mil HRK, na što je najviše utjecalo povećanje konta dugoročnih financijskih obveza koje su na dan 31.12.2021. godine iznosile 37,1 mil. Nadalje, u strukturi obveza primjetno je povećanje obveza za predujmove, kao i obveza za prema zaposlenicima i dobavljačima.

Pokazatelji 2021.

-3%

Return on Assets (ROA)

-6%

Return on Equity (ROE)

87

Dani naplate potraživanja

51

Dani plaćanja dobavljača

167,3 mil HRK

Radni kapital

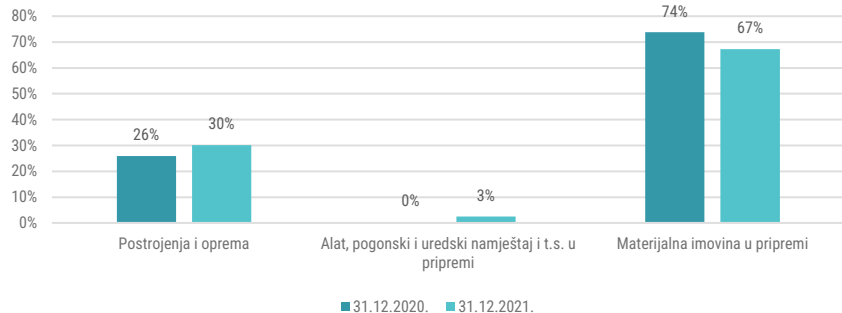
27,2 mil HRK

Neto dug

BILANCA STANJA - IMOVINA

Pretpostavka je da će Društvo u kratkom vremenskom periodu unovčiti zalihe, te raspolagati novčanim sredstvima od prodaje Istih. Na datum procjene zalihe čine 87% kratkotrajne imovine.

U HRK	31.12.2019.	31.12.2020.	31.12.2021.
Postrojenja i oprema		28.421.660	69.528.039
Alat, pogonski i uredski namještaji		362.301	5.980.110
Materijalna imovina u pripremi		80.973.104	151.929.153
Ispravak vrijednosti materijalne imovine			-1.692.030
Materijalna imovina	0	109.757.065	225.745.271



- Materijalna imovina bilježi rast od 116 mil HRK, odnosno 106% u odnosu na isti dan prethodne godine.
- Nominalno najveći rast bilježi materijalna imovina u pripremi u iznosu od oko 70 mil HRK.
- U strukturi materijalne imovine na dan 31.12.2021. godine, najznačajniju stavku čini materijalna imovina u pripremi koja se odnosi na 67% ukupne materijalne imovine, dok istovremeno postrojenja i oprema vrijednosti 69,5 mil HRK čini 30% ukupne materijalne imovine Društva.

Kratkotrajna imovina

U HRK	31.12.2019.	31.12.2020.	31.12.2021.
Zalihe		14.278.288	154.086.565
Potraživanja od kupaca		1.837.391	5.483.484
Potraživanja od povezanih poduzetnika		11.455	46.613
Potraživanja od države	100	32.816.032	803.926
Ostala potraživanja			6.850.559
Novac u banci i blagajni	12.197	729.509	9.917.960
Kratkotrajna imovina	12.297	49.672.674	177.189.107

- Kratkotrajna imovina društva na dan 31.12.2021. godine iznosi 177,2 mil HRK, te čini 44% ukupne imovine.
- U strukturi kratkotrajne imovine najznačajnija stavka odnosi se na zalihe u iznosu od 154,1 mil HRK, odnosno 87% kratkotrajne imovine.

U HRK	31.12.2019.	31.12.2020.	31.12.2021.
Obračun nabave			137.557
Zalihe materijala		5.331.712	28.222.483
Proizvodnja u tijeku			115.627.500
Sitan inventar		8.946.576	8.738.881
Predujmovi dobav. sirovina i mat.			1.360.144
Zalihe	0	14.278.288	154.086.564

- Na dan 31.12.2021. godine zalihe bilježe rast od 979%, na što je najviše utjecalo povećanje proizvodnje u tijeku, te povećanje vrijednosti zaliha sirovina i materijala.
- Potraživanja od države smanjena su za 98% tijekom 2021. godine, dok su ostala potraživanja, a koja se gotovo u cijelosti odnose na dane predujmove u inozemstvu, na dan izvještavanja iznosila 6,9 mil HRK

BILANCA STANJA - KAPITAL I OBVEZE

U strukturi ukupnih obveza Društva udio od 79% odnosi se na primljene dugoročne kredite

U HRK	31.12.2019.	31.12.2020.	31.12.2021.
Temeljni (upisani) kapital	20.000	136.420.100	244.009.600
Kapitalne rezerve		57	147
Rezerve iz dobiti			
Revalorizacijske rezerve			
Rezerve fer vrijednosti			
Zadržana dobit ili preneseni gubitak	-4.680	-7.938	-380.455
Dobit ili gubitak poslovne godine	-3.259	-372.516	-13.482.559
Manjinski (nekontrolirajući) interes			
KAPITAL I REZERVE	12.062	136.039.703	230.146.734

- Ukupan kapital Društva smanjen je za 69% u odnosu na 31.12.2020. godine, najvećim dijelom radi generiranih gubitaka iz poslovanja.
- Nadalje, Društvo je tijekom 2021. kao potporu poslovanja uslijed pandemije COVID-19 i za nastavak poslovanja na srednji i dugi rok dokapitalizirano od strane RH u visini od 102,7 mil HRK, te na dan 31.12.2021. ukupni temeljni kapital Društva iznosi 244 mil HRK.

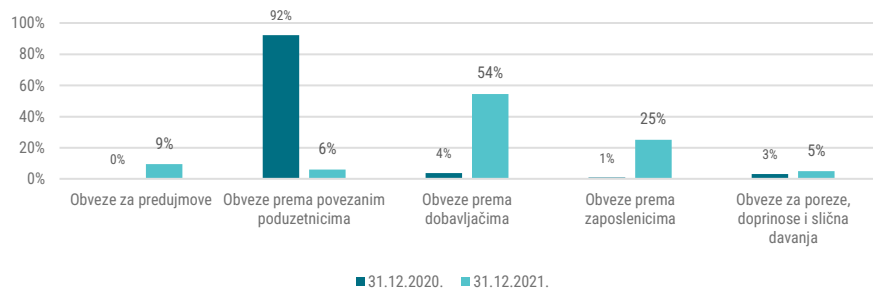
OBVEZE

U HRK	31.12.2019.	31.12.2020.	31.12.2021.
DUG. KREDIT HBOR OBRS-20-1101418			29.991.303
DUG.KREDIT HBOR OBRS-21-1101633			7.154.454
Dugoročne financijske obveze	0	0	37.145.757

- Na dan 31.12.2021. godine ukupne financijske obveze Društva u cijelosti se odnose na dugoročne financijske obveze u visini od 37,1 mil HRK, a što predstavlja 79% ukupnih obveza.
- Dugoročne obveze odnose se na primljene kredite kod HBOR-a (Hrvatska banka za obnovu i razvitak)

	31.12.2019.	31.12.2020.	31.12.2021.
Obveze za predujmove	0	20.000	934.377
Obveze prema povezanim poduzetnicima	0	32.964.318	593.888
Obveze prema dobavljačima	235	1.346.884	5.392.910
Obveze prema zaposlenicima	0	304.570	2.490.109
Obveze za poreze, doprinose i slična davanja	0	1.117.151	489.745
Ostale kratkoročne obveze	0	0	0
Kratkoročne obveze	235	35.752.924	9.901.028

- Ukupne kratkoročne obveze smanjene su za 72%, odnosno 25,6 mil HRK, u odnosu na 35,8 mil HRK koliko su iznosile na dan 31.12.2020. godine.

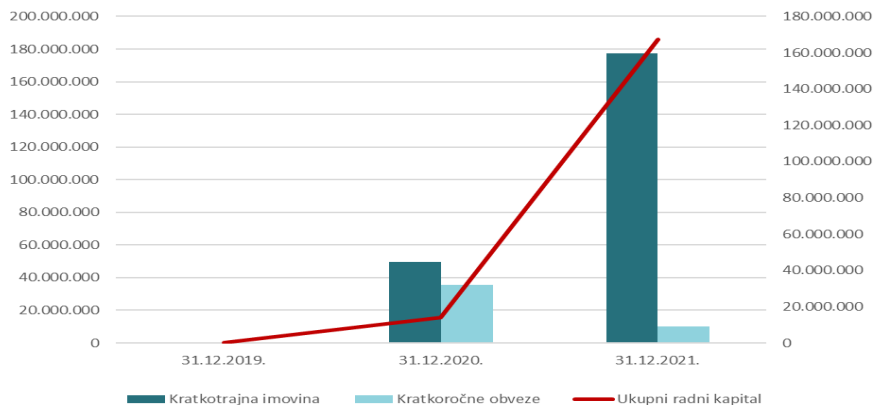


- U strukturi kratkoročnih obveza najznačajnija promjena u odnosu na 31.12.2020. godine odnosi se na smanjenje 98% obveza prema povezanom društvu ULJANIK BRODOGRADILIŠTE d.d.
- Ukupne obveze prema dobavljačima na dan 31.12.2021. godine iznose 5,4 mil HRK, što predstavlja rast istih za 300% u odnosu na 31.12.2020. godine.
- Dani plaćanja dobavljača tijekom 2021. godine iznosili su u prosjeku 51 dan.

ANALIZA RADNOG KAPITALA

Prema dostupnim podacima, Društvo posjeduje dostatnu imovinu za namirenje svih kratkoročnih obveza koji dospijevaju unutar 12 mjeseci od dana bilance

Analiza radnog kapitala	31.12.2019.	31.12.2020.	31.12.2021.
U HRK			
Zalihe	0	14.278.288	154.086.565
Potraživanja od kupaca	0	1.837.391	5.483.484
Potraživanja od povezanih poduzetnika	0	11.455	46.613
Ostala potraživanja	0	0	6.850.559
Kratkotrajna financijska imovina	0	0	0
Novac u banci i blagajni	12.197	729.509	9.917.960
Kratkotrajna imovina	12.297	49.672.674	177.189.107
Obveze za predujmove	0	20.000	934.377
Obveze prema povezanim poduzetnicima	0	32.964.318	593.888
Obveze prema dobavljačima	235	1.346.884	5.392.910
Obveze prema zaposlenicima	0	304.570	2.490.109
Obveze za poreze, doprinose i slična davanja	0	1.117.151	489.745
Kratkoročne obveze	235	35.752.924	9.901.028
Radni kapital	12.062	13.919.750	167.288.078



- Društvo na dan 31.12.2021. godine ima pozitivan radni kapital na razini od 167,3 mil HRK.
- Radni kapital Društva značajno je porastao unosom imovine u vidu zaliha (brod 526).

FINANCIJSKI DUG I NETO DUG

Neto dug Društva na dan procjene iznosi 27,2 mil HRK

Neto dug			
U HRK	31.12.2019.	31.12.2020.	31.12.2021.
Dugoročne financijske obveze	0	0	37.145.757
Kratkoročne financijske obveze	0	0	0
Ukupan dug	0	0	37.145.757
Kratkotrajna financijska imovina	0	0	0
Novac	12.197	729.509	9.917.960
Novac i financijska imovina	12.197	729.509	9.917.960
Neto dug	12.197	729.509	-27.227.797

- Ukupan financijski dug Društva na datum procjene iznosi 37,1 mil HRK, dok je EBITDA tijekom 2021. godine očekivano negativna u visini od -11,3 mil HRK.
- Neto dug Društva na dan 31.12.2021. godine iznosi 27,2 mil HRK što je povećanje od 103% u odnosu na godinu ranije.
- Omjer neto duga u odnosu na EBITDA nije primijenjen u ovoj analizi, sukladno tome što je operativni rezultat na kraju 2021. godine bio negativan, kao i na kraju 2020. godine.
- Kako je ranije naznačeno Društvo ima ugovorene projekte čija se realizacija očekuje 2022. i 2023. godine što će imati značajan utjecaj na poslovanje, te se normalizacija operativnog rezultata očekuje do kraja 2023. godine uz daljnju stabilnost u budućem periodu.

RAČUN DOBITI I GUBITKA

Društvo je tijekom promatrane 2021. godine ostvarilo negativan EBITDA rezultat na razini od -11,3 mil HRK

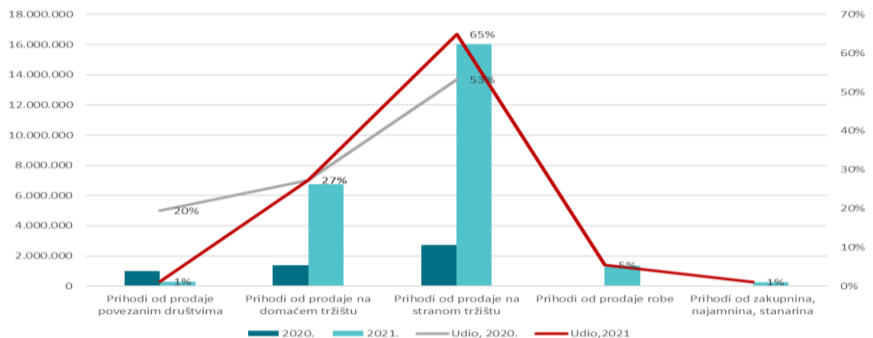
Račun dobiti i gubitka				
	2019.	2020.	2021.	
U HRK				
POSLOVNI PRIHODI				
Prihodi od prodaje	0	5.119.004	24.698.552	
Ostali poslovni prihodi	0	21.000	21.753	
Ukupno poslovni prihodi	0	5.140.004	24.720.306	
POSLOVNI RASHODI				
Promjene vrijednosti zaliha			-11.069.933	
Materijalni troškovi	3.259	2.295.360	20.289.743	
Troškovi osoblja	0	1.463.949	21.000.373	
Ostali troškovi	0	1.149.467	5.831.970	
Ostali poslovni rashodi	0	579.352	0	
Ukupno poslovni rashodi	3.259	5.488.129	36.052.152	
EBITDA	-3.259	-348.125	-11.331.847	
EBITDA %		-6,8%	-45,8%	
Amortizacija	0	16.215	1.685.815	
Vrijednosno usklađenje	0	0	0	
Rezerviranja	0	0	0	
EBIT	-3.259	-364.340	-13.017.662	
EBIT %		-7,1%	-52,7%	
Financijski prihodi	0	3.685	300.312	
Financijski rashodi	0	11.861	765.209	
DOBIT PRIJE POREZA	-3.259	-372.516	-13.482.558	
EBT %		-7,2%	-54,5%	
Porez na dobit	0	0	0	
NETO DOBIT	-3.259	-372.516	-13.482.558	
NETO %		-7,2%	-54,5%	

- Prihodi od prodaje tijekom 2021. godine ostvareni u ukupnom iznosu od 24,7 mil HRK, što predstavlja povećanje za 381% u odnosu na rezultate iz prethodne godine.
- Navedeno je odraz povećanja usluga u brodograđevnoj industriji nakon posljedica smanjene potražnje za uslugama tijekom 2020. godine, u uvjetima pandemije COVID-19 što je uzrokovalo smanjenje kapaciteta te smanjenje prometnih učinaka u segmentu novih narudžbi, kao i samom prijevozu tereta ili putnika.



Legend: Prihodi od prodaje (dark blue), NETO DOBIT (light blue), EBITDA % (red line)

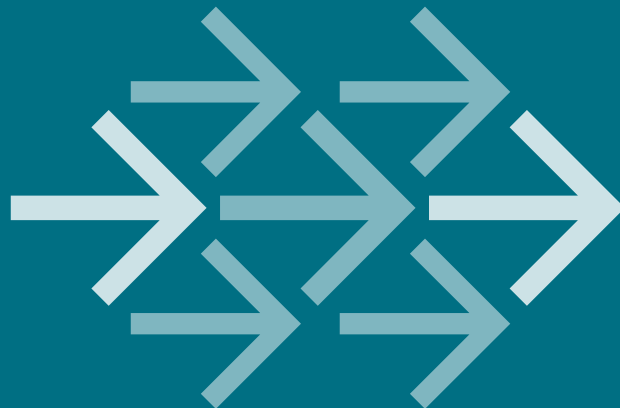
STRUKTURA PRIHODA OD PRODAJE





05

PREGLED TRŽIŠTA I USPOREDNIH DRUŠTAVA



MAKROEKONOMSKA ANALIZA U RH

Prema procjenama EU komisije pozitivni trendovi trebali bi se nastaviti i u idućoj godini

Makroekonomska analiza

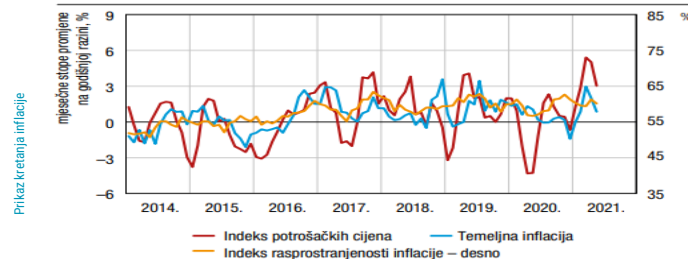
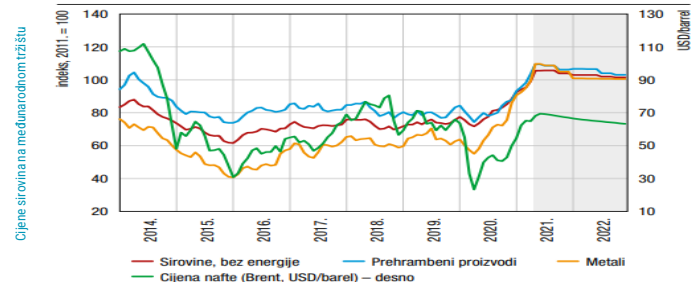
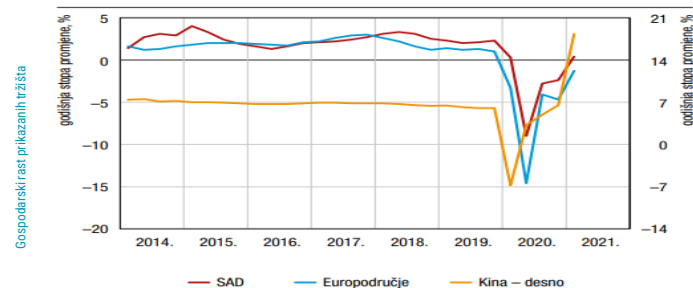
Prema podacima u trećem prošlogodišnjem kvartalu u Hrvatskoj je ostvarena godišnja stopa rasta BDP-a. Točnije, nakon rasta od 16,5% u drugom kvartalu, u trećem je kvartalu rast iznosio 15,8%.

- Najznačajniji utjecaj na ostvarivanje tako visoke stope rasta imala su turistička ostvarenja, odnosno izvoz usluga koji je realno bio 71,6% veći nego u istom kvartalu prethodne godine.
- Značajan oporavak zabilježen je kod svih kategorija potražnje osim kod državne potrošnje koja je u 2020. uvelike ispunjavala zadatak održavanja gospodarske aktivnosti. U istom je vremenskom perioda osobna potrošnja ili potrošnja stanovništva povećana za 16,0%, bruto investicije u fiksni kapital za 7%, dok se robni robni izvoz povećao za 13%.
- Spomenuta kretanja potražnje rezultirala su istodobnim rastom vrijednosti uvoza roba i usluga čija je vrijednost bila 13,9% veća od onog iz trećeg kvartala 2020. godine.
- Ukupno je u prva tri kvartala prošle godine BDP realno bio 10,7% veći nego u prethodnoj na što je također najviše utjecala 52% veća vrijednost izvoza usluga, kao i 10,9% veća vrijednost osobne potrošnje
- Tijekom istog vremenskog perioda prosječni rast na razini cijele EU iznosio 5,4%

Uzevši u obzir činjenicu da je Hrvatska u 2020. bila jedna od članica s najvećim padom BDP-a bitno je naglasiti da se Hrvatska u prva tri prošlogodišnja kvartala našla u grupi trinaest članica EU čiji je BDP premašio realnu razinu iz istog razdoblja 2019. godine, odnosno da je bio veći za 1,5%. Sukladno procjenama Europske komisije pozitivni trendovi bi se trebali nastaviti i u idućoj godini, te bi Hrvatska, odnosno Hrvatsko gospodarstvo u tom razdoblju bilo među najuspješnijim članicama EU po brzini rasta.

Inflacija

2021. godina je završila s najvišom razinom inflacije od listopada 2008. (5,5%) od listopada 2008. te iznad prosjeka eurozone (5,0%). Kao i prethodnih mjeseci u 2021. godini, u prosincu je godišnja inflacija cijena roba (6,7%) bila znatno viša nego inflacija cijena usluga koja je iznosila 1,7%, dok je u 2021. godini najviše vidljiva u segmentu rastu cijena energije i hrane. Bez cijena energije inflacija je u prosincu iznosila 4,4%; bez energije i hrane 2,9%. Prosječna godišnja inflacija tijekom 2021. je iznosila 2,6%, najviše od 2012. godine u kojoj je iznosila 3,4%.



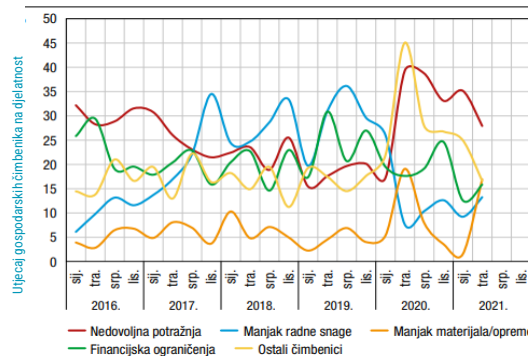
Izvor prikaza: Eurostat

BRODOGRADNJA U RH

Do kraja 2013. godine sva su velika brodogradilišta restrukturirana i privatizirana

Velika brodogradnja

Udio velike brodogradnje u BDP-u u posljednjih je deset godina iznosio oko 2 %, dok je u hrvatskom robnom izvozu otprilike 10 -15% što se posljednjih godina smanjilo s obzirom na smanjenje proizvodnje u brodogradilištima i porast izvoza u ostalih sektorima Hrvatskog gospodarstva. Hrvatska brodograđevna industrija u četiri najveća brodogradilišta zapošljava otprilike 7.200 djelatnika odnosno preko 5,0 % zaposlenih u industrijskom sektoru. Proizvodni program hrvatske brodogradnje u posljednjih nekoliko godina se promijenio na način da se ugovaraju i grade brodovi veće tehnološke složenosti. Pored spomenutog broja izravno zaposlenih, brodogradilišta osiguravaju zaposlenost za nekoliko tisuća kooperanata, trgovačkih društava koji se bave proizvodnjom a brodske opreme i različitih materijala ili brodogradnji pružaju usluge. Uzmemo li se u obzir srednja i mala brodogradilišta kao i proširenost ostalih brodograđevnih djelatnosti poput remonta i opremanja brodova, te prateće industrije brodske opreme, udio brodogradnje i s njom vezanih aktivnosti u ukupnoj zaposlenosti Hrvatske iznosi oko 2,5%. Sljedeće obilježje ove industrije je njena regionalna usmjerenost odnosno smještaj duž jadranske obale. Od četiri velika brodogradilišta dva (Uljanik, Pula i Brodograđevna industrija 3. Maj d.d. Rijeka) su smještena na sjevernom Jadranu (Istra i Primorje), a dva (Brodosplit Split, Brodotrogir, Trogir) na južnom. Time ova djelatnost osigurava ekonomsku i socijalnu stabilnost i zaposlenosti u hrvatskom priobalju kroz cijelu godinu. Brodogradnja je po mnogo čemu specifična industrija. Iako je svaki poslovni projekt svojevrsni rizik, možemo reći da je ova industrija ipak zbog svoje specifičnosti rizičnija za sama poduzeća, državu te financijske institucije. Jedinu odgovornost za finalni proizvod ima brodogradilište kao konačni isporučitelj proizvoda.



KLJUČNI BROJEVI

>2%

Udio velike brodogradnje u BDP-u

10-15%

Udio u ukupnom hrvatskom robnom izvozu

2,5%

Udio brodogradnje i s njom vezanih aktivnosti u ukupnoj zaposlenosti Hrvatske

>30 mlrd.

Za sanaciju i restrukturiranje brodogradnje/brodogradilišta u RH

15 - 20

UKUPNI KAPACITET PROIZVODNJE

Brodova godišnje

Svjetska lista brodograđevne industrije

Zemlja:	Ukupna nosivost broda (t):	%
Kina	122.382.451	43,64%
J. Koreja	83.175.301	29,66%
Japan	53.645.341	19,13%
Filipini	8.660.692	3,09%
Rumunjska	3.122.635	1,11%
Brazil	2.360.549	0,84%
Vijetnam	2.153.902	0,77%
Tajvan	1.603.754	0,53%
SAD	1.066.270	0,38%
Hrvatska	528.310	0,19%

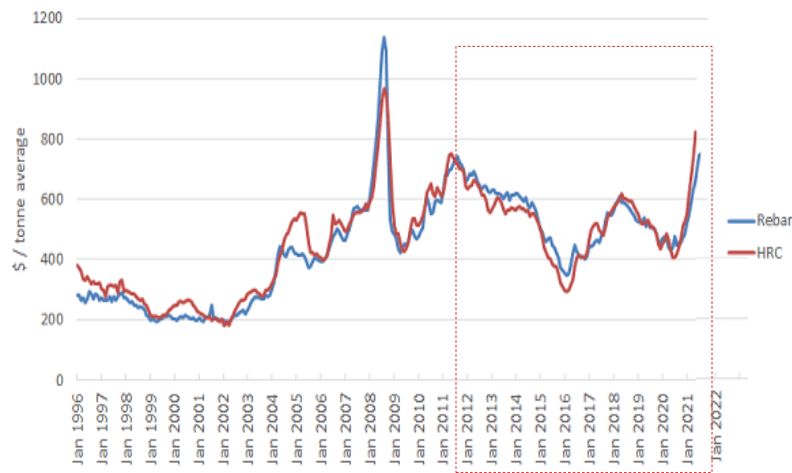
Izvor: Hrvatski izvoznici, 2018.

KRETANJE CIJENA BRODOGRAĐEVNOG ČELIKA

Brodogradilišta su izuzetno osjetljiva na kretanje cijene brodograđevnog čelika, te na tom problemu posvećuju izuzetnu pažnju

Po pitanju troška vezanog uz nabavu materijala potrebnog za gradnju broda brodograđevni čelik je daleko najznačajnija pojedinačna stavka. Brodogradilišta izuzetno osjetljiva na kretanje cijene brodograđevnog čelika te da tom problemu posvećuju izuzetnu pažnju.

Dodatni poticaj u poslovanju brodogradilišta dalo je kretanje cijene brodograđevnog čelika na svjetskom tržištu tijekom posljednjih godina.



- Tijekom promatranog perioda cijena brodograđevnog lima kretala se u rasponu od 200 US\$ po toni, do 1150 US\$ po toni.
- U periodu od 2010. do danas cijena brodograđevnog lima nije bila značajno promjenjivog karaktera, te nije prelazila cijenu od 800 US\$ po toni, te prosječno iznosi 600 US\$ po toni.

KRATAK PREGLED POSLOVANJA USPOREDNIH DRUŠTAVA

Prosječna EBITDA marža kod industrijskih konkurenata u 2020. godini iznosila je 18%

	BRODOSPLIT d.d.		BRODOGRADILIŠTE VIKTOR LENAC d.d.		TEHONOMONT BRODOGRADILIŠTE	
	2019.	2020.	2019.	2020.	2019.	2020.
U 000 HRK						
POSLOVNI PRIHODI						
Prihodi od prodaje	874.105	776.403	295.916	264.540	62.164	69.807
Ostali poslovni prihodi	191.443	46.423	23.714	40.660	4.854	8.381
Ukupno poslovni prihodi	1.065.548	822.825	319.630	305.200	67.017	78.188
POSLOVNI RASHODI						
Promjene vrijednosti zaliha	1.781	-1.822	2.940	0	-7.730	-28.022
Materijalni troškovi	789.484	582.085	195.578	160.663	53.188	80.861
Troškovi osoblja	12.590	8.691	63.156	60.728	12.332	13.967
Ostali troškovi	86.838	29.734	9.497	7.841	3.498	3.255
Ostali poslovni rashodi	57.789	39.635	1.033	516	463	267
Ukupno poslovni rashodi	948.482	658.323	272.204	229.748	61.750	70.328
EBITDA	117.066	164.503	47.426	75.452	5.267	7.860
<i>EBITDA %</i>	<i>11%</i>	<i>20%</i>	<i>15%</i>	<i>25%</i>	<i>8%</i>	<i>10%</i>
Amortizacija						
	15.704	23.021	21.225	31.454	2.058	1.979
Vrijednosno usklađenje	0	0	1.144	11	0	229
Rezerviranja	7.907	1.927	1.607	1.203	232	333
EBIT	93.455	139.555	23.450	42.785	2.977	5.319
<i>EBIT %</i>	<i>9%</i>	<i>17%</i>	<i>7%</i>	<i>14%</i>	<i>4%</i>	<i>7%</i>
Financijski prihodi						
	6.390	109.151	180	712	669	1.693
Financijski rashodi						
	19.142	103.953	2.288	1.747	3.380	8.457
DOBIT PRIJE POREZA	80.703	144.753	21.342	41.750	266	-1.445
<i>EBT %</i>	<i>8%</i>	<i>18%</i>	<i>7%</i>	<i>14%</i>	<i>0%</i>	<i>-2%</i>
Porez na dobit						
	-77	-1.479	504	6.551	0	0
NETO DOBIT	80.779	146.232	20.838	35.199	266	-1.445
<i>NETO %</i>	<i>8%</i>	<i>18%</i>	<i>7%</i>	<i>12%</i>	<i>0%</i>	<i>-2%</i>



KPI USPOREDNIH DRUŠTAVA

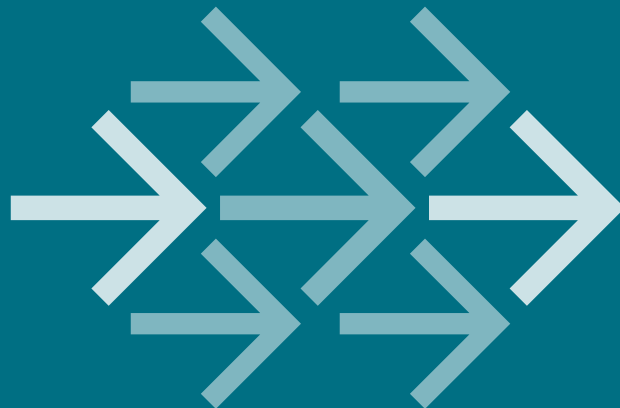
Prosječna EBITDA marža kod industrijskih konkurenata u 2020. godini iznosila je 18%

	BRODOSPLIT d.d.		BRODOGRADILIŠTE VIKTOR LENAC d.d.		TEHNOMONT BRODOGRADILIŠTE		AVG	AVG
	2019.	2020.	2019.	2020.	2019.	2020.	2019.	2020.
Pokazatelji profitabilnosti								
EBITDA %	11%	20%	15%	25%	8%	10%	-4%	13%
EBIT %	9%	17%	7%	14%	4%	7%	-14%	7%
Neto %	8%	18%	7%	12%	0%	-2%	-21%	0%
Pokazatelji po zaposlenom								
Prihod od prodaje po zaposlenom	6.672.557	7.324.552	686.580	669.721	167.557	218.146	1.928.700	2.159.114
Rashod po zaposlenom	7.240.321	6.210.590	631.564	581.640	166.442	219.774	2.103.501	1.868.640
Operativni rashod po zaposlenom (u 000 HRK)	6.785.583	5.853.867	622.346	580.335	186.031	306.509	1.964.171	1.796.742
Operativna marža po zaposlenom	-2%	25%	10%	15%	-10%	-29%	-7%	2%
EBITDA po zaposlenom	893.631	1.551.912	110.037	191.018	14.197	24.563	223.741	438.464
EBITDA (normalizirana) po zaposlenom								
Neto dobit po zaposlenom	616.634	1.379.542	48.347	89.111	718	-4.516	105.365	336.875
Ukupna imovina po zaposlenom	16.679.277	21.475.248	970.664	984.768	336.896	505.641	4.709.906	5.890.544
Materijalna imovina po zaposlenom (u 000 HRK)	2.312.893	2.800.967	628.226	689.829	23.306	25.157	769.070	897.151
Bruto plaće po zaposlenom	96.107	81.992	146.533	153.743	33.241	43.647	108.028	107.472
Bruto plaće po zaposlenom / prihod po zaposlenom	0,01x	0,01x	0,21x	0,23x	0,20x	0,20x	0,31x	0,20x
Prihod od prodaje / materijalna imovina	2,88x	2,62x	1,09x	0,97x	7,19x	8,67x	3,21x	4,52x
Materijalna imovina / prihod od prodaje	0,35x	0,38x	0,92x	1,03x	0,14x	0,12x	0,50x	0,42x
Pokazatelji povrata								
ROA	4%	6%	5%	9%	0%	-1%	-5%	-1%
ROE	15%	27%	12%	21%	23%	-124%	-3%	-29%
ROCE	6%	12%	8%	13%	6%	12%	21%	11%
Pokazatelji aktivnosti								
Dani obrtaja zaliha	84	109	30	32	223	353	209	179
Dani naplate potraživanja	11	7	82	52	11	67	72	46
Dani plaćanja dobavljača	46	62	124	62	70	105	82	129
Novčani ciklus	49	54	-12	22	164	315	198	97
Radni kapital	-220.847.800	-614.527.800	-10.543.800	25.162.200	-9.157.600	-13.848.300	-144.000.850	-320.419.400
Pokazatelji zaduženosti								
Neto dug (neto novac)	-916.216.900	-925.049.100	-50.231.700	-11.528.500	-65.888.600	-96.160.700	-351.384.950	-356.614.800
Kamatonosni dug / EBITDA	8,05x	5,74x	1,37x	0,62x	12,76x	12,80x	3,91x	-6,56x
DSCR (EBIT)	0,10x	0,15x	0,36x	0,91x	0,04x	0,05x	0,07x	0,26x
DSCR (EBITDA)	0,12x	0,17x	0,73x	1,60x	0,08x	0,08x	0,19x	0,46x
BROJ ZAPOSLENIKA								
	131	106	431	395	371	320	350	365



06

METODOLOGIJA PROCJENE VRIJEDNOSTI



METODOLOGIJA PROCJENE VRIJEDNOSTI

Pregled pristupa i metoda za izradu procjene vrijednosti Društva

Dohodovni pristup

- Dohodovni pristup predstavlja opći način određivanja vrijednosti vlasničkog udjela koristeći jedan ili više načina pretvorbe planirane ekonomske koristi u sadašnju vrijednost.
- Dohodovni pristup vrednovanju temelji na financijskom konceptu da je vrijednost subjekta procjene jednaka sadašnjoj vrijednosti budućih novčanih tokova koje taj subjekt može generirati. Dakle, dohodovni pristup može se koristiti i za procjene vrijednosti ne samo poslovanja, već i nekretnina, opipljive materijalne i nematerijalne imovine. **Najčešće korištena metoda u okviru dohodovnog pristupa je metoda diskontiranih novčanih tokova.**
- DCF je jedina metoda procjene vrijednosti koja se temelji na specifičnom poslovnom planu Društva koji uključuje: opis poslovnog modela, projekcije poslovanja i financijskih rezultata za budućih 5 godina te kapitalne potrebe kako bi se generirao budući rast. **Navedena metoda je u potpunosti primjenjiva za potrebe procjene vrijednosti.**

Tržišni pristup

- Tržišni pristup indicira vrijednost društva temeljem usporedbe predmetnog društva sa usporedivim društvima u sličnim poslovnim aktivnostima kojima se trguje na uređenim tržišnim kapitala ili koja su dio javnih ili privatnih transakcija.
- U okviru tržišnog pristupa vrijednost društva može se procijeniti kroz metodu usporedivih društava ili usporedivih transakcija primjenom multiplikatora vrijednosti na posljednje financijske parametre.
- Savjetnik nije identificirao slične transakcije na tržištu te nismo mogli utvrditi realne multiple ponajviše radi značajnog smanjenja transakcija kupnje i prodaje društava, uslijed COVID-19 pandemije. Sukladno navedenome mišljenja smo kako metode tržišnog pristupa nisu primjenjive za potrebe procjene vrijednosti Društva.

Statički/ troškovni pristup

- Statički pristup pretpostavlja likvidaciju Društva i prodaju imovine, te podmirenje obveza uz dodatni trošak likvidacije.
- S obzirom da postoji poslovni plan kao i namjera Društva da posluje na tržištu smatramo kako ova metoda nije primjenjiva.

METODOLOGIJA PROCJENE VRIJEDNOSTI

Procjena vrijednosti: Dohodovni pristup

Dohodovni pristup

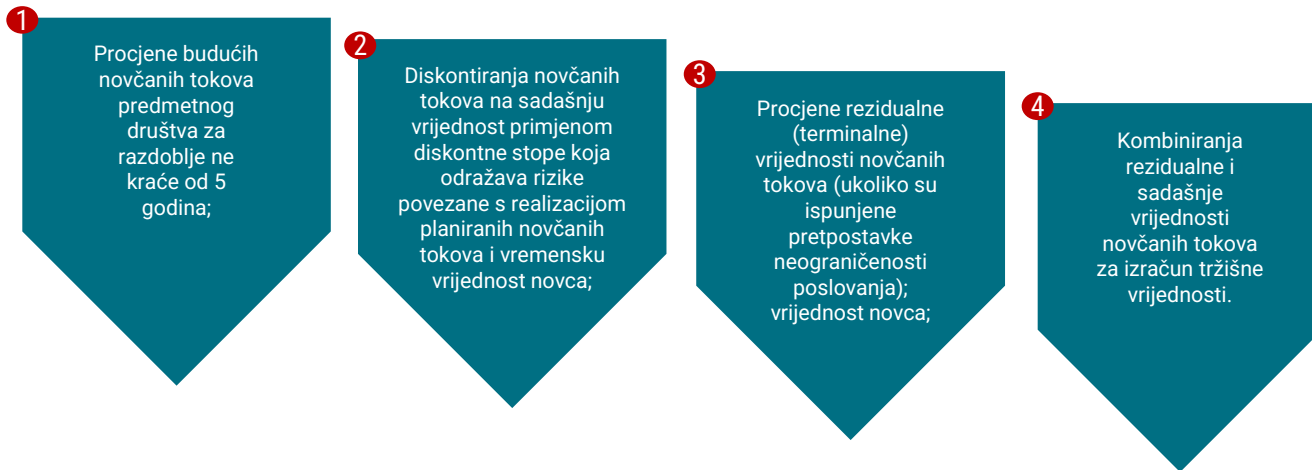
- Dohodovni pristup definiran je u okviru MSFI 13 kao:
 - Tehnike mjerenja kojima se budući iznosi (npr. novčani tok ili prihodi i rashodi) svode na jedan tekući (tj. diskontirani) iznos. Mjera fer vrijednosti određuje se na temelju vrijednosti na koju ukazuju sadašnja tržišna očekivanja budućih iznosa.
 - Dohodovni pristup predstavlja opći način određivanja vrijednosti vlasničkog udjela koristeći jedan ili više načina pretvorbe planirane ekonomske koristi u sadašnju vrijednost.
 - Dohodovni pristup vrednovanju temelji na financijskom konceptu da je vrijednost subjekta procjene jednaka sadašnjoj vrijednosti budućih novčanih tokova koje taj subjekt može generirati. Dakle, dohodovni pristup može se koristiti i za procjene vrijednosti ne samo poslovanja, već i nekretnina, opipljive materijalne i nematerijalne imovine.
- Najčešće korištena metoda u okviru dohodovnog pristupa je:
 - Metoda diskontiranih novčanih tijekova (DCF metoda)

METODOLOGIJA PROCJENE VRIJEDNOSTI

Metoda diskontiranih novčanih tokova

Metoda diskontiranih novčanih tijekova (DCF metoda) pruža indicaciju vrijednosti baziranu na specifičnim očekivanjima menadžmenta i budućim planovima za imovinu koja se vrednuje.

Kod vrednovanja trgovačkog društva, DCF metoda sastoji se od četiri ključna koraka:



- Pri diskontiranju planiranih budućih novčanih tijekova na sadašnju vrijednosti koristi se prethodno utvrđena diskontna stopa koja odražava rizičnost planiranih novčanih tokova i vremensku vrijednost novca. Budući novčani tijek pretvoren je u ekvivalent sadašnje vrijednosti koristeći procijenjenu diskontnu stopu kao što je trošak kapitala („Cost of Equity“) ili ponderirani prosječni trošak kapitala („WACC“), ovisno o vrsti novčanih tokova koji se diskontiraju.

Koristili smo metodu diskontiranog novčanog toka kao pokazatelj fer tržišne vrijednosti vlasničkog kapitala Društva. Pretpostavke DCF-a procijenjene su s obzirom na predviđanja i razgovore s Klijentom, povijesnim operativnim rezultatima te podacima o ekonomskoj i industrijskoj perspektivi do datuma vrednovanje.

METODOLOGIJA PROCJENE VRIJEDNOSTI

Metoda diskontiranih novčanih tokova

Prilikom primjene DCF metode u prvom koraku potrebno je projicirati slobodne novčane tokove koje će Društvo generirati u budućnosti. Projicirali smo slobodne novčane tokove Društva za razdoblje od 2022. do 2026. godine. Stopa poreza na dobit korištena u našoj analizi je 18%.

Izračun primjenjive diskontne stope

- Ključna faza pri pristupu procjeni vrijednosti dohodovnim pristupom je određivanje odgovarajuće diskontne stope. Diskontna stopa je definirana kao stopa koja odražava tekuće tržišne procjene vremenske vrijednosti novca i specifičnih rizika subjekta koji se procjenjuje. Ona je povrat koji bi investitori mogli zahtijevati ako mogu izabrati ulaganje koje će stvarati novčane tokove u visini, vremenu i riziku jednake onima koji se očekuju da će se ostvariti od subjekta procjene.
- Razvili smo nezavisnu procjenu ukupne diskontne stope nakon oporezivanja izračunavanjem diskontne stope temeljene na tržištu.

Diskontna stopa sastoji se od dvije komponente:

- Vremenska vrijednost novca - Vremenska vrijednost bazirana je na konceptu da 1 HRK danas vrijedi više investitoru od 1 HRK primljene u budućnosti. To se može pripisati prethodnom korištenju sredstava tijekom razdoblja držanja, kao i očekivane stope inflacije tijekom razdoblja držanja. Potrebno je shvatiti kako se vremenska vrijednost novca ni na koji način ne bavi rizikom. Nadalje, pretpostavlja se da će razborit investitor uvijek odabrati 1 HRK danas u odnosu na jamstvo od 1 HRK u budućnosti jer investitor može uložiti ovaj novac s određenom stopom povrata.
- Rizik - Rizik se definira u smislu financijske strukture (financijski rizik) i tržišta tvrtke (poslovni rizik). Financijski rizik odnosi se na mogućnost stečaja i varijabilnost prinosa vlasnicima udjela zbog iznosa duga. Poslovni rizik odnosi se na varijabilnost zarade od poslovanja tvrtke.

Stopa prinosa koju bi razborit investitor očekivao od ulaganja je stoga povezana s percipiranim rizikom koji proizlazi iz:

- Opće razine kamatnih stopa;
- Premijom za percipirani financijski rizik; i
- Premijom za percipirani poslovni rizik.

METODOLOGIJA PROCJENE VRIJEDNOSTI

Metoda diskontiranih novčanih tokova

Općenito, akademske studije pokazale su da dioničari očekuju da će dobiti premiju nad stopom povrata od neželjenih rizika, što je dokazano povratom državnih obveznica. Male dionice tržišne kapitalizacije naređuju dodatnu premiju. Za određenu tvrtku, stopa bez rizika usklađuje se s tzv. beta faktorom, koji povezuje opću tržišnu premiju s specifičnim rizicima povezanim s Društvom. Za potrebe analize vrednovanja primjenom dohodovnog pristupa korišten je novčani tijek na debt-free bazi (prije otplate duga, odnosno novčani tijek raspoloživ svim investitorima u poslovanje (vlasnika kapitala i kreditora). Za potrebe diskontiranja novčanog tijeka raspoloživog svim investitorima u poslovanje potrebno je aplicirati diskontnu stopu koja odražava kombinirani povrat svih investitora u poslovanje (vlasnika kapitala i kreditora). Sukladno navedenome, korišten je prosječni ponderirani trošak kapitala (WACC), koji se sastoji od dva dijela - troška duga i troška kapitala. Dakle, WACC razmatra potrebnu (zahtijevanu) stopu povrata i za kreditora i za investitora u poslovanje. Kako bi se procijenila tražena stopa povrata razboritog investitora za rizik poslovanja, koristi se WACC koji zauzvrat uzima dugoročnu kombinaciju duga i vlastitog kapitala koji će biti dostupni za financiranje poslovanja.

Prikaz jednadžbe za izračun WACC-a:

$$WACC = (D)(Kd) + (E)(Ke),$$

gdje je:

<i>D</i>	=	<i>Udio duga u ukupnom financiranju</i>
<i>Kd</i>	=	<i>Trošak duga</i>
<i>E</i>	=	<i>Udio kapitala u ukupnom financiranju</i>
<i>Ke</i>	=	<i>Trošak kapitala</i>



Prvi korak u izračunu WACC-a je procjena odgovarajuće strukture financiranja (ukupnog kapitala) Društva.

Za potrebe procjene primijenjena je struktura financiranja Društva u sljedećem omjeru:

Udio vlasničkog kapitala: 70%

Udio duga: 30%

METODOLOGIJA PROCJENE VRIJEDNOSTI

Metoda diskontiranih novčanih tokova

Trošak duga (Kd)

Trošak duga (Kd) je trenutna kamatna stopa koju će Društvo platiti za financiranje dužničkim instrumentima.

Trošak duga Društva za potrebe analize procijenjen je na 3,00%

Trošak kapitala (Ke)

Za određivanje zahtijevane razine prinosa u praksi se najčešće koristi Capital Asset Pricing Model („CAPM“) koji je zasnovan na polazištu da investitor zahtjeva viši prinos od investicije što je viši rizik investicije, a u usporedbi s nerizičnim investiranjem. CAPM mjeri zahtijevanu stopu prinosa na osnovi tri elementa: nerizične stope prinosa, beta faktora i premije tržišnog rizika.

CAPM jednadžba, prilagođena za parametre rizika veličine poslovanja i nesistemskog rizika, prikazana je kako slijedi:

$$K_e = R_{f1} + \beta_l (R_m - R_{f2}) + R_s + \alpha$$

$$K_e = \text{Zahtijevana stopa povrata na kapital}$$

$$R_{f1} = \text{Nerizična stopa povrata}$$

$$\beta_l = \text{Beta s polugom (Levered Beta)}$$

$$(R_m - R_{f2}) = \text{Prinos za rizik kapitala (ERP);}$$

$$R_s = \text{Premija specifičnog rizika}$$

$$\alpha = \text{Premija rizika}$$

Nerizična stopa ()

$$R_{f1}$$

Predstavlja stopu povrata izračunata u obliku prinosa dugoročnih državnih obveznica, jer one imaju vrlo nizak rizik nepodmirenja obveza plaćanja, visoku naplativost i uključuju premiju za vremensko razdoblje (u slučaju odabira dugoročnih državnih obveznica). Dugoročne državne obveznice koriste se na način da je što bliže razdoblju u kojem investitor izvršava svoje kapitalne investicije.



Za potrebe analize aplicirana je nerizična stopa u iznosu od 0,44% koja odražava prinos na Njemačke 30-godišnje obveznice. Podaci su preuzeti sa stranice Trading Economics (www.tradingeconomics.com/germany/30-year-bond-yield).

METODOLOGIJA PROCJENE VRIJEDNOSTI

Metoda diskontiranih novčanih tokova

Beta faktor (β)

Beta je mjera sustavnog rizika i izražava se kao funkcija odnosa između viška povrata (excess return) na pojedinačnu vrijednosnicu i povrata na tržištu mjereno indeksom kao što je Standard & Poor's 500 Stock Composite Index ("S & P 500"). Za cjelokupno tržište, beta je po definiciji jednaka 1,0.

Objavljeni beta faktori mogu se nazvati „levered beta” ili beta s polugom jer oni odražavaju financijsku polugu strukture kapitala tvrtke. Za potrebe analize potrebno je prilagoditi beta faktor kako bi isti odražavao odabranu strukturu kapitala Društva. Beta bez poluge (unlevered beta) uklanja učinke duga u strukturi kapitala kako bi odražavala traženi povrat ulaganja kada se ulaganje financira u cijelosti u kapitalu.



Za potrebe analize vrednovanja korišten je beta faktor u iznosu od 1,05.

$$(R_m - R_{f2})$$

Tržišna premija rizika

Prinos za rizik kapitala ("ERP") je povrat iznad nerizične stope povrata koji je neophodan za privlačenje ulagača. Ako se izmjeri pomoću povijesnih podataka, isti se prikazuje kao razlika između ukupnog prinosa na dionicama (large-cap equities) i prinosa od državnih obveznica. Dakle, ERP predstavlja prinos koji investitor zahtijeva za dodatni rizik ako umjesto u nerizične vrijednosne papire ulaže u dionice/ dionicu poduzeća.



Prinos za rizik kapitala za potrebe analize apliciran je na osnovu aktualne premije na povrat iznad nerizične stope uvećan za rizik države (Republike Hrvatske), što prema podacima sa stranice Damodaran Online iznosi ukupno 7,14%.

Premija za veličinu kompanije

Za potrebe vrednovanja s obzirom na ograničenost dostupnih podataka nije korištena premija za veličinu kompanije.

Metodologija vrednovanja ukazuje da je traženi povrat investitora također funkcija veličine određene tvrtke.

METODOLOGIJA PROCJENE VRIJEDNOSTI

Metoda diskontiranih novčanih tokova

Specifični rizik (α)

Prilagodba se mora provesti i za "specifični rizik društva". Specifični rizik predstavlja dodatni povrat koji bi investitor zahtijevao iznad gore navedenih premija rizika kapitala i male tvrtke kako bi se na odgovarajući način nadoknadio rizik povezan s ulaganjem u predmetnu imovinu. Općenito, to uključuje pravna i regulatorna pitanja, promjene u tehnologiji, potencijalno male prepreke ulasku na tržište, kao i rizik povezan s tvrtkom koja ostvaruje svoje predviđene povrate.



S obzirom da opseg posla nije obuhvaćao finansijski, porezni ili pravni dubinski snimak (due dilligence), Savjetnik je identificirao rizike specifične za Društvo i industriju u kojoj Društvo djeluje, te sukladno tome aplicirana premija za specifični rizik u visini od 4,00%.

Sukladno svemu navedenome, trošak kapitala Društva ("Cost of Equity") procijenjen je na iznos od 9,09%.

METODOLOGIJA PROCJENE VRIJEDNOSTI

U svrhu izrade izvještaja, Savjetnik je koristio prosječni ponderirani trošak kapitala u visini od 8,39%

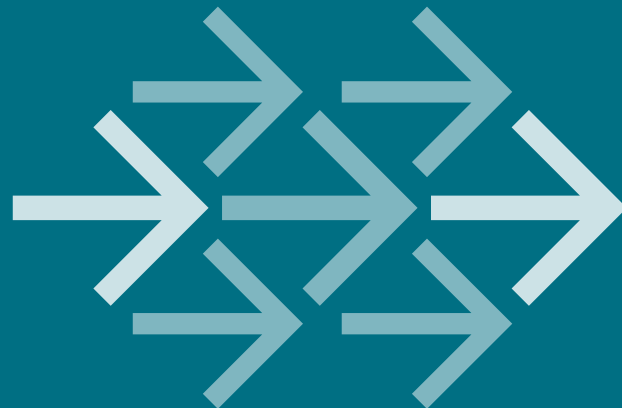
Na temelju prethodne analize svake komponente, WACC Društva za izračunat je kako slijedi:

PROSJEČNI PONDERIRANI TROŠAK KAPITALA (WACC)	
Parametri	
Nerizična stopa (Rf)	0,44%
Tržišna premija (ERP)	7,14%
Beta Društva	1,05
Premija za specifični rizik	4,00%
Trošak kapitala (Re)	11,94%
Trošak duga (Rd)	3,00%
Stopa poreza na dobit	18,00%
Trošak duga (1-t)	2,46%
% Kapitala (industrijski)	70,00%
% Duga (industrijski)	30,00%
Prosječni ponderirani trošak kapitala (WACC)	9,09%



07

POSLOVNO PLANIRANJE I DCF METODA



POSLOVNI PLAN

Prosječna planirana EBITDA marža u periodu između 2022. i 2026. godine iznosi 9,6%

PROJEKCIJE POSLOVANJA DRUŠTVA	2020.	2021.	2022.p	2023.p	2024.p	2025.p	2026.p
U HRK							
POSLOVNI PRIHODI							
Prihodi od prodaje	5.119.004	24.698.552	285.989.632	322.229.253	550.573.943	558.832.552	567.215.041
Ostali poslovni prihodi	21.000	21.753	22.281.137	14.256.702	0	0	0
Ukupno poslovni prihodi	5.140.004	24.720.306	308.270.769	336.485.955	550.573.943	558.832.552	567.215.041
POSLOVNI RASHODI							
Promjene vrijednosti zaliha		-11.069.933	0	0	0	0	0
Materijalni troškovi	2.295.360	20.289.743	211.454.620	189.652.901	354.811.672	360.133.847	365.535.855
Troškovi osoblja	1.463.949	21.000.373	43.758.689	84.222.456	85.485.793	86.768.080	88.069.601
Ostali troškovi	1.149.467	5.831.970	39.852.532	41.193.717	41.811.623	42.438.797	43.075.379
Ostali poslovni rashodi	579.352	0	0	0			
Ukupno poslovni rashodi	5.488.129	36.052.152	295.065.841	315.069.074	482.109.087	489.340.724	496.680.835
EBITDA	-348.125	-11.331.847	13.204.928	21.416.881	68.464.856	69.491.829	70.534.206
EBITDA %	-6,8%	-45,8%	4,3%	6,4%	12,4%	12,4%	12,4%
Amortizacija	16.215	1.685.815	9.006.139	9.401.294	9.401.294	9.401.294	9.401.294
Vrijednosno usklađenje	0	0	0	0	0	0	0
Rezerviranja	0	0	0	0	0	0	0
EBIT	-364.340	-13.017.662	4.198.789	12.015.587	59.063.562	60.090.535	61.132.912
EBIT %	-7,1%	-52,7%	1,4%	3,6%	10,7%	10,8%	10,8%
Financijski prihodi	3.685	300.312	300.312	300.312	300.312	300.312	300.312
Financijski rashodi	11.861	765.209	765.209	765.209	765.209	765.209	765.209
DOBIT PRIJE POREZA	-372.516	-13.482.558	3.733.893	11.550.691	58.598.666	59.625.638	60.668.016
EBT %	-7,2%	-54,5%	1,2%	3,4%	10,6%	10,7%	10,7%
Porez na dobit	0				10.547.760	10.732.615	10.920.243
NETO DOBIT	-372.516	-13.482.558	3.733.893	11.550.691	48.050.906	48.893.023	49.747.773
NETO %	-7,2%	-54,5%	1,2%	3,4%	8,7%	8,7%	8,8%

➤ Poslovni plan za prve dvije godine baziran je na poslovnom planu Društva dok je za naredni period Savjetnik planirao isti na razini usporednih društava u industriji.

PLANIRANI NOVČANI TOK

Slobodni novčani tokovi predstavljaju novčane tokove koje će vlasnici poslovnih udjela ostvariti u budućem razdoblju poslovanja Društva prije otplate financijskih obveza

PLANIRANI SLOBODNI NOVČANI TOK					
u HRK	2022.p	2023.p	2024.p	2025.p	2026.p
EBITDA	13.204.928	21.416.881	68.464.856	69.491.829	70.534.206
Porez na dobit	0	0	-10.547.760	-10.732.615	-10.920.243
Promjene u radnom kapitalu					
Novčani tok iz redovnog poslovanja	13.204.928	21.416.881	57.917.096	58.759.214	59.613.963
CAPEX					
Novčani tok iz investicijskih aktivnosti	-9.006.139	-9.401.294	-18.802.588	-18.802.588	-18.802.588
SLOBODNI NOVČANI TOK	4.198.789	12.015.587	39.114.508	39.956.626	40.811.375

- Ključne pretpostavke planiranog izvještaja o slobodnim novčanim tijekovima odnose se na potrebno ulaganje. S obzirom na specifičnost industrije i poslovanja navedeni CAPEX predstavlja isključivo planirane izdatke za redovno održavanje („maintenance CAPEX“).

PROCJENA VRIJEDNOSTI DISKONTIRANIM NOVČANIM TOKOVIMA

Vrijednost budućih novčanih tokova odnosi se na period od 2022. do 2026. godine

S obzirom da utvrđeni iznosi budućih novčanih tijekova predstavljaju dobitke u budućnosti, potrebno ih je metodom diskontiranja svesti na datum procjene, za što se koristi jedan od temeljnih financijskih koncepata – vremenska vrijednost novca. Temelj za diskontiranje je upotreba procijenjenog prosječnog ponderiranog troška kapitala koji odražava rizičnost ostvarenja procijenjenih novčanih tokova sa gledišta svih investitora u poslovanje.

Sadašnja vrijednost budućih novčanih tokova prikazana je kako slijedi:

SADAŠNJA VRIJEDNOST BUDUĆIH NOVČANIH TOKOVA						
u HRK	2022.p	2023.p	2024.p	2025.p	2026.p	TV
SLOBODNI NOVČANI TOK	4.198.789	12.015.587	39.114.508	39.956.626	40.811.375	0
Dugoročna stopa rasta						0,50%
WACC						9,09%
Preostala vrijednost						477.262.153
Vremenski diskont	1,0	2,0	3,0	4,0	5,0	5,0
Diskontni faktor	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5	1,5
DISKONTIRANI NOVČANI TOKOVI	3.848.784	10.095.877	30.125.653	28.208.951	26.410.638	308.855.015

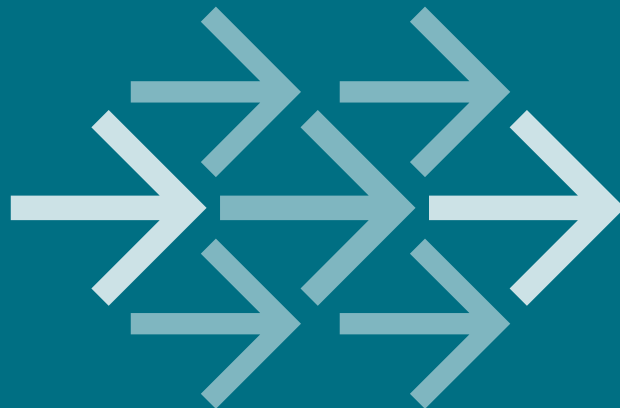
Sukladno parametrima korištenim prilikom izračuna sadašnje vrijednosti budućih novčanih tokova (FCF), proizlazi procjena vrijednosti vlasničkog kapitala prikazana kako slijedi:

PROCJENA VRIJEDNOSTI VLASNIČKOG KAPITALA DRUŠTVA DCF METODOM	
u HRK	
Sadašnja vrijednost budućih novčanih tokova (2022.- 2026.)	98.689.903
Terminalna vrijednost	308.855.015
PROCJENA VRIJEDNOSTI DRUŠTVA (ENTERPRISE VALUE)	407.544.918
Financijske obveze	-37.145.757
Novac na računu	9.917.960
PROCJENA VRIJEDNOSTI VLASNIČKOG KAPITALA (EQUITY VALUE) - 100%	380.317.122



08

METODA TRŽIŠNE USPOREDBE



METODA TRŽIŠNE USPOREDBE - INDUSTRIJSKI POKAZATELJI

Ova metoda procjene koristi usporedive multiplikatore na tržištu

- Savjetnik je u svrhu primjene ove metode u obzir uzeo sljedeće:
 - **Pregled usporedivih industrija:** Savjetnik je u svrhu primjene metode tržišne usporedbe u obzir uzeo sljedeću industriju: (1) Brodogradnja (Shipping and Marine)
- Savjetnik je u svrhu primjene ove metode u obzir uzeo sljedeće omjere:
 - EV/EBITDA – Navedeni omjer može narušiti različita računovodstvena načela ili politike koje se odnose na profitabilnost i troškove. Međutim, najbolje odražava stvarnost poslovanja u odnosu na novčani tok i smatra se najprikladnijim omjerom na zrelim tržištima sa sličnim (stalnim) ulaganjima u dugotrajnu imovinu.
 - EV/EBIT – Omjer EV/EBIT je najbolje koristiti u slučaju kada postoji sličnost u kapitalnim ulaganjima te u obračunu amortizacije. Omjer ne odražava različitosti u poreznim stopama.
 - EV/REVENUE ili EV/SALES – Omjer vrijednosti poduzeća u odnosu na obujam poslovanja (poslovne prihode ili prihode od prodaje) najprimjenjiviji je kod poduzeća koja su u ranoj fazi razvoja, te su uspjela ostvariti željeni obujam prihoda, ali nisu uspostavila željene razine profitabilnosti. Također, navedeni omjeri imaju prednosti u odnosu na druge omjere s obzirom da su gotovo u potpunosti neovisni o razlikama u računovodstvenim politikama, kao i strukturi financiranja i poreznim propisima koji se mogu razlikovati u različitim poreznim jurisdikcijama. Ključni nedostatak ovog omjera je što zanemaruje profitabilnost, te može pozitivno vrednovati društva s negativnim rezultatima i/ili neodrživim poslovnim modelom.

Nedostatak primjene metode tržišnog pristupa putem usporedbe sa tržišnim pokazateljima je činjenica da je navedena metoda bazirana je na povijesnim informacijama, te u obzir ne uzima budući potencijal Društva, odnosno odražava trenutna tržišna očekivanja što ne mora nužno biti reprezentativno.

S obzirom na da je Društvo na početku poslovanja i da tek treba ostvariti sve ciljne efekte poslovnog plana ova metoda nije primjenjiva.

PROCJENA VRIJEDNOSTI METODOM TRŽIŠNE USPOREDBE

u HRK	EV/EBITDA	EV/SALES	EV/EBIT
Brodogradnja (Shipbuilding and Marine) - 2021	6,54	1,62	8,17

Pokazatelji financijskog stanja i poslovanja predmeta
procjene:

EBITDA (2021)	-11.331.847	-	-
Prihodi od prodaje (2021)	-	24.720.306	-
EBIT (2021)	-	-	-13.017.662

Vrijednost Društva (Enterprise Value)	n/a	n/a	n/a
--	------------	------------	------------

Financijski dug (31.12.2021.)	0	-37.145.757	
Novac i financijska imovina (31.12.2021.)	0	9.917.960	

Vrijednost kapitala (Equity Value)	n/a	n/a	n/a
---	------------	------------	------------

Diskont za nelikvidnost udjela	-10,9%	-10,9%	-10,9%
Diskont za nekontrolirajući udio	0,0%	0,0%	0,0%
Ukupno diskont	-10,9%	-10,9%	-10,9%

Prilagođena vrijednost kapitala	n/a	n/a	n/a
--	------------	------------	------------

METODA TRŽIŠNE USPOREDBE - USPOREDNE TRANSAKCIJE

Ova metoda procjene koristi usporedive transakcije na tržištu koje generiraju ciljane multiplikatore

- Metoda usporedivih transakcija kvantificira vrijednost na način da se referencira na cijene plaćene u sličnim transakcijama pri čemu usporediva društva iz iste ili slične industrije služe za procjenu vrijednosti.
- Vrijednost Društva procijenjena je primjenom odabranih omjera iz prijašnjih metoda na posljednje financijske rezultate Društva.
- Izabrani omjeri često se prilagođavaju ili su aplicirani na prilagođene financijske rezultate kako bi se u obzir uzele razlike između usporedivih društava i predmetnog Društva.
- Općenito, iste prilagodbe koje se rade kod predmetnog Društva treba napraviti i kod usporedivih Društava. Zajedničke prilagodbe koje se rade prilikom primjene ove metode uključuju:
 - jednokratne stavke (koje se ne ponavljaju);
 - neoperativne stavke;
 - značajne razlike u stavkama financijskih izvještaja, u usporedbi s medijanom industrije ili uputama;
- Prilikom korištenja ove metode koristili smo rezultate iz baze podataka Mergermarket.

Nedostatak primjene metode tržišnog pristupa putem usporedbe sa tržišnim pokazateljima je činjenica da je navedena metoda bazirana je na povijesnim informacijama, te u obzir ne uzima budući potencijal Društva, odnosno odražava trenutna tržišna očekivanja što ne mora nužno biti reprezentativno.

S obzirom na da je Društvo na početku poslovanja i da tek treba ostvariti sve ciljane efekte poslovnog plana ova metoda nije primjenjiva.

IZRAČUN VRIJEDNOSTI JEDNE REDOVNE DIONICE DRUŠTVA

U HRK

EV/REVENUE

Prosječan multiplikator	1,20
-------------------------	------

ULJANIK BRODOGRADNJA 1856 d.o.o.

Poslovni prihodi (2021)	24.720.306
-------------------------	------------

EBITDA (2021)	
---------------	--

Vrijednost Društva (Enterprise Value)	29.664.367
---------------------------------------	------------

Dug	-37.145.757
-----	-------------

Novac i utržive vrijednosnice	9.917.960
-------------------------------	-----------

Vrijednost kapitala (Equity Value)	n/a
------------------------------------	-----

Diskont za nelikvidnost dionice	-10,9%
---------------------------------	--------

Diskont za usporedne transakcije	0,0%
----------------------------------	------

Ukupno diskont	-10,9%
----------------	--------

Prilagođena vrijednost vlasničkog kapitala Društva	n/a
--	-----

METODA TRŽIŠNE USPOREDBE

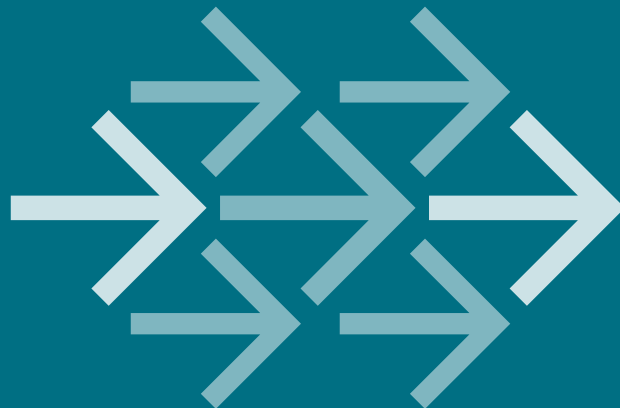
Ključne prednosti i mane metode tržišne usporedbe

- Prednosti primjene ove metode jesu:
 - Određene transakcije predstavljaju preuzimanje upravljačkog interesa što rezultira relevantnijim iskazom prave vrijednosti ukupnog poslovanja;
 - Plaćena cijena i pripadajući omjer koji proizlazi iz transakcije temelji se na stvarnim transakcijama;
 - Rezultat procjene baziran je na više transakcija.
- Nedostaci primjene ove metode jesu:
 - Izuzetno je teško naći potpuno usporediva Društva u EU kojima se javno trguje, obzirom na to da je svako Društvo unutar sektora u određenim aspektima jedinstvena. Svako Društvo ima drugačiji poslovni model, strategiju ruta, geografsku pokrivenost svojih poslovnica, drugačiji sastav podružnica i drugačije profile profitabilnosti i financijske pokazatelje;
 - Transakcijska cijena može biti odraz sinergijske vrijednosti i dodatne koristi za specifičnog kupca, te kao takva može biti neadekvatna za usporedbu;
 - Ova se metoda bazira na povijesnim informacijama i ne uzima u obzir buduće novčane tokove i cikličnu prirodu operacija Društva, te je stoga po prirodi statična.



09

STATIČKA METODA



METODA PRILAGOĐENE BILANCE STANJA

Ova metoda koristi se prije svega za potrebe likvidacije, odnosno kada nema pretpostavke „going concern”

- Statički pristup temelji se na načelu supstitucije, putem koje kupac imovine nije spreman platiti više nego što bi bili troškovi zamjene s imovinom iste funkcionalnosti. Statički ili troškovni pristup koristi metodu prilagođene neto knjigovodstvene vrijednosti koja uzima u obzir svu materijalnu i nematerijalnu imovinu i obveze subjekta procjene, bez obzira na knjigovodstveno iskazane vrijednosti. Razlika između procijenjene fer tržišne vrijednosti imovine i obveza predstavlja vrijednost kapitala.
- Imovina i obveze iskazuju se u financijskim izvještajima po knjigovodstvenoj vrijednosti, a ovisno o usvojenoj računovodstvenoj politici, knjigovodstvena vrijednost može se temeljiti na povijesnom trošku ili revaloriziranom iznosu. Knjigovodstvena vrijednost često ne prikazuje trenutnu tržišnu vrijednost, radi činjenice da imovina može biti u potpunosti amortizirana, ali je i dalje funkcionalna i kao takva ima vrijednost.

KOREKCIJE IMOVINE

- Korekcije na dugotrajnoj imovini nisu značajne jer je provedena dokapitalizacija po procijenjenoj vrijednosti imovine od strane ovlaštenog procjenitelja.
- Najznačajnije korekcije odnose se na nematerijalnu imovinu s obzirom na utrživost iste.
- Koncesija nije uvrštena u korigiranu bilancu stanja, jer ova metoda podrazumijeva prodaju imovine kao zasebnih stavaka, a ne prodaju Društva što je regulirano Zakonom o koncesiji (NN 170/20) pri čemu koncesija nije prenosiva na druge subjekte.
- Kratkotrajna imovina također nije značajno korigirana s obzirom da se prije svega odnosi na zalihe (brod u izgradnji 526) dok su najznačajnije korigirana potraživanja s obzirom na mogućnost naplate istih u kratkom periodu.

KOREKCIJE OBVEZA

- U segmentu obveza provedene su minimalne korekcije i one se prije svega odnose na eventualno manje povećanje s obzirom na potencijalne zakonske zatezne kamate.
- Dodatan trošak likvidacije (u RH je procijenjen na 9%) nije primijenjen jer je metoda odbačena.

METODA PRILAGOĐENE BILANCE STANJA

Metoda nije primjenjiva, jer je planiran nastavak poslovanja Društva i ostvarivanje pozitivnih novčanih tijekova

METODA KORIGIRANE BILANCE

U HRK	31.12.2019.	31.12.2020.	31.12.2021.	KOREKCIJE		KORIGIRANA BILANCA	
				Min	Max	Min korigirano	Max korigirano
Nematerijalna imovina	0	12.362.888	2.722.010	-5%	-15%	2.585.910	2.313.709
Materijalna imovina	0	109.757.065	225.745.271	0%	0%	225.745.271	225.745.271
Dugotrajna financijska imovina	0	0	0			0	0
Potraživanja	0	0	0			0	0
Odgodena porezna imovina	0	0	0			0	0
Dugotrajna imovina	0	122.119.952	228.467.281			228.331.180	228.058.979
Zalihe	0	14.278.288	154.086.565	0%	-5%	154.086.565	146.382.236
Potraživanja od kupaca	0	1.837.391	5.483.484	-5%	-10%	5.209.310	4.935.136
Potraživanja od povezanih poduzetnika	0	11.455	46.613	0%	-5%	46.613	44.282
Potraživanja od države	100	32.816.032	803.926	0%	-5%	803.926	763.730
Ostala potraživanja	0		6.850.559	-5%	-10%	6.508.031	6.165.503
Kratkotrajna financijska imovina	0	0	0			0	0
Novac u banci i blagajni	12.197	729.509	9.917.960	0%	0%	9.917.960	9.917.960
Kratkotrajna imovina	12.297	49.672.674	177.189.107			176.572.404	168.208.847
Plaćeni troškovi budućeg razdoblja i obračunati prihodi			75.875	0%	0%	75.875	75.875
IMOVINA DRUŠTVA	12.297	171.792.627	405.732.262			404.979.460	396.343.701
Dugoročne financijske obveze	0	0	37.145.757	2%	5%	37.888.672	39.003.045
Obveze prema povezanim poduzetnicima	0	0	0			0	0
Ostale dugoročne obveze	0	0	0			0	0
Dugoročne obveze	0	0	37.145.757			37.888.672	39.003.045
Kratkoročne financijske obveze	0	0	0			0	0
Obveze za zajmove, depozite i slično	0	0	0			0	0
Obveze za predujmove	0	20.000	934.377	2%	5%	953.065	981.096
Obveze prema povezanim poduzetnicima	0	32.964.318	593.888	0%	2%	593.888	605.765
Obveze prema dobavljačima	235	1.346.884	5.392.910	2%	5%	5.500.768	5.662.556
Obveze prema zaposlenicima	0	304.570	2.490.109	0%	2%	2.490.109	2.539.911
Obveze za poreze, doprinose i slična davanja	0	1.117.151	489.745	0%	2%	489.745	499.540
Ostale kratkoročne obveze	0	0	0			0	0
Kratkoročne obveze	235	35.752.924	9.901.028			10.027.574	10.288.868
Odgodeno plaćanje troškova i prihod budućeg razdoblja			128.538.743	0%	0%	128.538.743	128.538.743
UKUPNE OBVEZE DRUŠTVA	235	35.752.924	175.585.528			176.454.989	177.830.655

UKUPNA PROCIJENJENA VRIJEDNOST

228.524.470,38

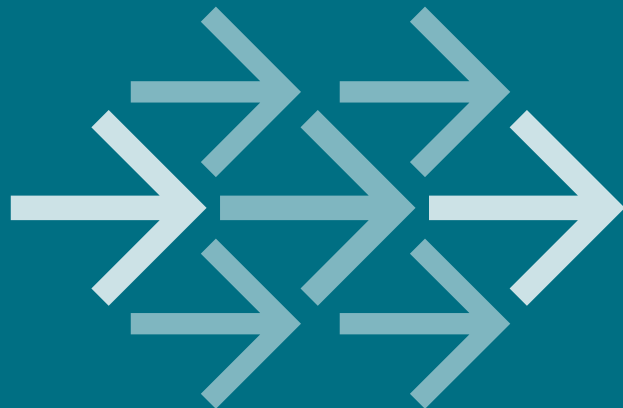
218.513.045,89

MARCINKOVIĆ
© PARTNERI



10

PROCJENA VRIJEDNOSTI - ZAKLJUČAK



Zaključak

Kako bi utvrdili fer tržišnu vrijednost Društva i vlasničkog kapitala, tijekom veljače 2022. godine proveli smo analizu financijskog stanja i poslovanja Društva, te eksternu analizu tržišta i kretanja na tržištu. Ovaj Izvještaj sadrži tržišne i financijske analize neophodne da se na nezavisan način procijeni budući financijski rezultat poslovanja Društva te da se na tim osnovama odredi poslovna vrijednost Društva i vlasničkog kapitala. Savjetnik je za potrebe izrade ovog Izvještaja koristio financijske podatke dostavljene od strane Klijenta, a koje mu je predočio Klijent kao istinitu i objektivnu sliku financijskog položaja i rezultata poslovanja, za čiju ispravnost i istinitost Savjetnik ne odgovara, niti je bio ovlašten ili angažiran radi provjere te istinitosti i ispravnosti sadržaja dokumentacije.

Nadalje, prema informacijama dobivenim od Društva, Naručitelj nam je dostavio sve ključne informacije relevantne za buduće poslovanje i razvoj Društva, te u tom smislu ne postoje skriveni uvjeti i informacije koji bi mogli utjecati na predmetni portfelj objekata i Društvo u budućnosti, a koje bi mogle utjecati na točnost naših projekcija i zaključaka sadržanih u ovom Izvještaju.

Naš se Izvještaj temelji na pretpostavkama i procjenama koje su predmet buduće neizvjesnosti i varijacija koje mogu nastati u okruženju. Naše su pretpostavke poslovnog planiranja u ovom Izvještaju pripremljene na osnovu povijesnih podataka i normaliziranog poslovnog rezultata.

Za potrebe procjene vrijednosti vlasničkog kapitala koristili smo ukupno 3 metode, pri čemu su tržišna metoda i statička metoda odbačene kao relevantne.

Uzevši u obzir metodologiju vrednovanja poslovnih udjela, mišljenje je Savjetnika kako je vrijednost 100% vlasničkog kapitala Društva na dan 31.12.2021. godine u rasponu od 361,3 mil do 399,3 mil HRK,

odnosno jednaka iznosu od HRK do 380,3 mil HRK.

Navedeno ukazuje da je vrijednost udjela Naručitelja (dva poslovna udjela koja su jednaka udjelu od 54,77%) na dan 31.12.2021. godine jednaka iznosu od 208,3 mil HRK!