



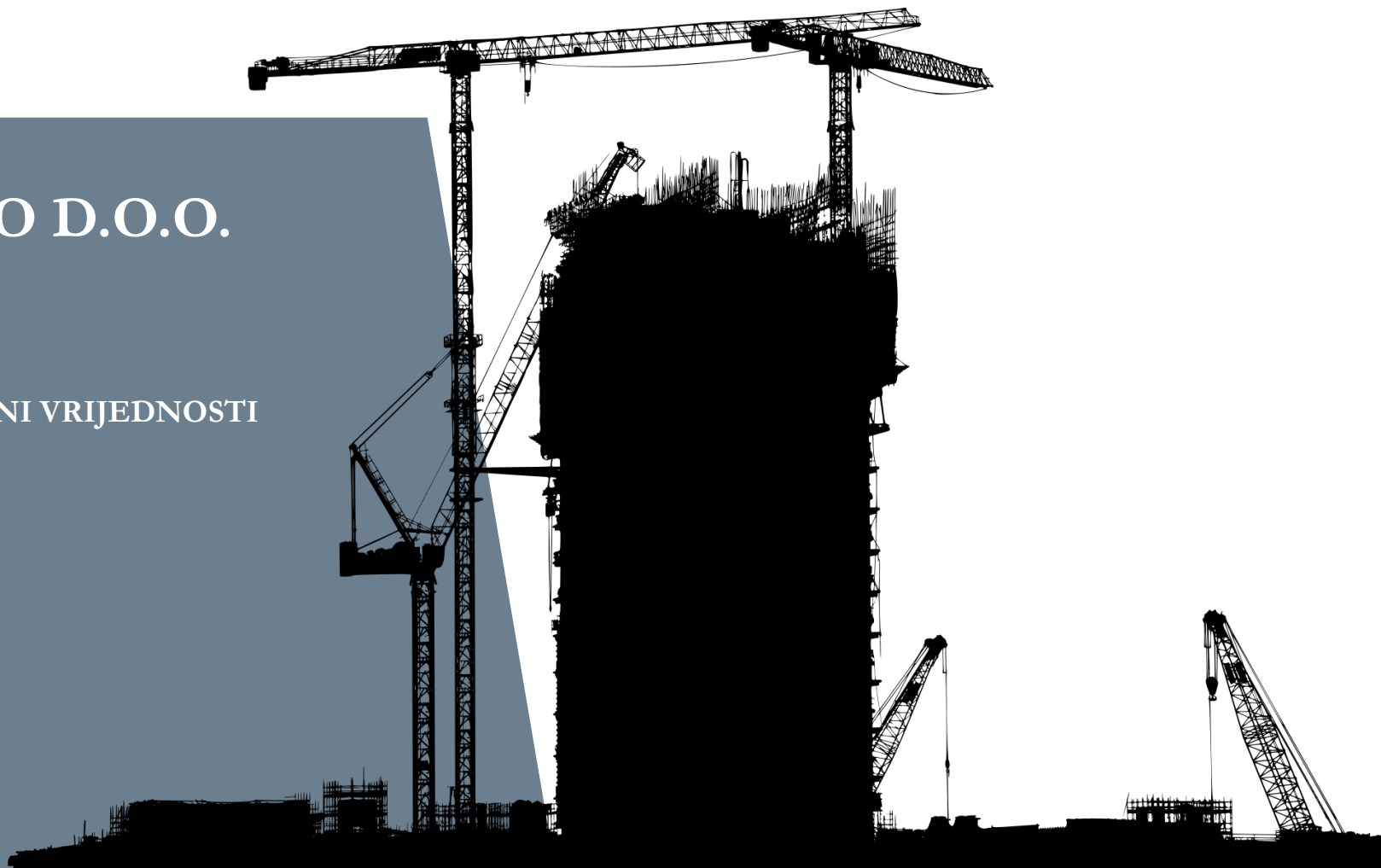
MARČINKOVIĆ
& PARTNERI

MUCIĆ & CO D.O.O. U STEČAJU

IZVJEŠTAJ O PROCJENI VRIJEDNOSTI
OVISNIH DRUŠTAVA

31. SIJEČNJA 2025.

OGRANIČENA UPOTREBA



Mato Marčinković
Direktor & Partner
M: +385 99 4821 108
E: mato.marckinkovic@m-p.hr

Petar Karlić, ASA
Manager
M: +385 98 9136 330
E: petar.karlic@m-p.hr

Marko Dabić, CFA
Manager
M: +385 99 7557 798
E: marko.dabic@m-p.hr

MUCIĆ & Co d.o.o. u stečaju

Ulica 4. gardijske brigade 5, Dugopolje

OIB: 90091420648

Poštovani,

PREDMET: Procjena vrijednosti ovisnih društava na dan 30.09.2024. godine

Sukladno našem angažmanu prilažemo Vam konačnu verziju izvještaja o procjeni vrijednosti vlasničkog kapitala ovisnih društava ARTICULATIO d.o.o., FULCIO d.o.o., HOTEL KATARINA 2009, d.o.o., LUKA PLOČE GRADNJA d.o.o., OMNIGENUS d.o.o. i PCS Poslovni Centar Svetice d.o.o. („Ovisna društva ili Društvo”) prema posljednjim dostupnim financijskim podacima.

Izvršili smo procjenu na dan 30.09.2024. ("Datum procjene"), uzimajući u obzir podatke i informacije navedene u odjeljku 'Izvori informacija' ovog izvještaja. Sažetak analize prikazan je u pratećem izvješću, zajedno s opisom metodologije i postupka koji smo koristili te čimbenicima koje smo uzeli u obzir prilikom izrade našeg mišljenja.

Ovaj izvještaj o procjeni vrijednosti Društva („Izvještaj”) izdaje se predstavnicima društva MUCIĆ & Co d.o.o. u stečaju („Klijent”) na razmatranje. Ne obvezujemo se prema nijednoj drugoj strani kojoj bi Izvještaj mogao biti predodčen ili koja bi mogla pribaviti kopiju Izvještaja. Korištenje ove procjene vrijednosti od strane trećih strana ili donošenje odluka na temelju nje u potpunosti su i isključivo odgovornost stranaka koje je koriste. Marčinković i partneri d.o.o. („MP” ili ”Savjetnik”) ne preuzima nikakve odgovornosti za eventualnu štetu koju bi mogle pretrpjeti strane kao posljedicu donesenih odluka ili radnji temeljenih na našem Izvještaju.

Ovaj Izvještaj temelji se na najnovijim informacijama koje su nam stavljene na raspolaganje po završetku našeg rada 31.01.2025. i nismo ažurirali svoj rad od tog datuma. MP ne preuzima odgovornost niti izražava mišljenje o događajima koji se mogu dogoditi nakon završetka rada, a koji bi mogli utjecati na Društvo i/ili njegovo poslovanje i vrijednost.

Ovaj Izvještaj je prvotno pripremljen na hrvatskom jeziku i svaki prijevod i tumačenje Izvještaja na druge jezike, izrađeno od strane trećih strana, ne obvezuje nas i isključivo je odgovornost korisnika. U slučaju neslaganja između drugih verzija i hrvatske verzije Izvještaja, hrvatska verzija se smatra službenom.

Ovaj Izvještaj nije namijenjen za daljnju distribuciju ili objavljivanje i ne smije se dijeliti s trećim stranama (osim ako to zahtijeva zakon) i ne smije se spominjati niti citirati, u cijelosti ili djelomično, u bilo kojem drugom kontekstu bez našeg prethodnog pismenog pristanka. Da biste dobili primjer ovog Izvještaja, druge strane moraju potpisati Pismo o oslobađanju od odgovornosti (Hold harmless letter). Nadalje, kao autor Izvještaja, MP ne preuzima odgovornost ili obvezu za gubitke koje vlasnici tvrtke ili druge strane mogu pretrpjeti zbog nepoštivanja ovih odredbi.

Ovaj izvještaj podložan je određenim izuzećima i ograničenjima, kao i svim uvjetima navedenim u Ugovoru, te Vam skrećemo pozornost na važnu napomenu te ograničavajuće uvjete i pretpostavke na sljedećoj stranici.

S poštovanjem



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

OGRANIČENJA I IZUZEĆA

Opseg rada

Procjena vrijednosti bilo kojeg financijskog instrumenta ili društva zahtijeva informiranu prosudbu. Ova informativna analiza temelji se na informacijama i pretpostavkama navedenim u ovom izvještaju, pripadajućim prilogima i povezanim radnim dokumentima, i uključuje određene ograničenja i pretpostavke. Iznosi izneseni u ovom izvještaju mogu biti zaokruženi na temelju detaljnih pratećih izračuna. Uvjeti našeg angažmana su takvi da nemamo obvezu ažurirati ovaj izvještaj ili revidirati analizu procjene vrijednosti zbog događaja i transakcija koji su se dogodili nakon Datuma procjene.

Korištenje izvještaja

Naš angažman rezultirao je procijenjenom vrijednosti Društva na temelju dostavljene dokumentacije i informacija. Budući trend prihoda i profitabilnosti neizvjestan je i promjenjiv po prirodi te odražava pretpostavke u skladu s očekivanjima menadžmenta. Primatelji ovog izvještaja trebaju biti svjesni da ne dajemo eksplicitne ili implicitne izjave i ne jamčimo za točnost i potpunost informacija koje čine projekcije i sadržane u ovom Izvješću, te da nijedan dio Izvješća neće biti niti se može tumačiti kao jamstvo ili procjena budućih rezultata. Procijenjena vrijednost ne predstavlja pravičnu naknadu (*fairness opinion*) ili investicijski savjet i ne treba se tako tumačiti. Poduzimanje bilo kakve investicijske ili slične aktivnosti od strane adresiranog primatelja ovog izvještaja i/ili bilo kojeg korisnika ovog izvještaja je isključiva odgovornost primatelja i/ili korisnika izvještaja, pri čemu će primatelj i/ili korisnik izvještaja uzeti u obzir informacije koje nisu bile predmet našeg angažmana ili nam nisu bile dostupne, a kojih su primatelj i/ili korisnik izvještaja svjesni.

Izostanak ključnih informacija

Unatoč traženju Savjetnika, određene ključne informacije potrebne za procjenu vrijednosti Društva nisu dostavljene od strane Klijenta te je shodno tome i indikativna (desktop) analiza vrijednosti Društva ograničena i ovisna o kvaliteti i dostupnosti pripremljenih podataka, za koje ne preuzimamo nikakvu odgovornost i ne iznosimo stavove vezane za točnost i potpunost niti izdajemo uvjerenje u tom smislu.

Izostanak verifikacije informacija

Pretpostavili smo da su sve zaprimljene informacije i podaci koje je pružio Klijent, potpune i točne. U sklopu našeg rada, također smo se oslanjali na javno dostupne podatke iz priznatih izvora financijskih informacija. Nijedne od informacija koje smo uzeli u obzir nisu dodatno provjerene ili potvrđene s naše strane.

Distribucija izvještaja

Bilo koja osoba koja nije navedeni primatelj ovog Izvještaja ili koja nije prethodno potpisala i dostavila MP-u pismo o oslobađanju od odgovornosti za njegovo korištenje, nema ovlaštenje za pristup ovom Izvještaju. Ne prihvaćamo niti preuzimamo odgovornost prema bilo kojoj neovlaštenoj osobi kojoj je ovaj Izvještaj prikazan ili bilo kojoj drugoj osobi koja mu na bilo koji način može pristupiti. Ako se bilo koja neovlaštena osoba odluči oslanjati na sadržaj ovog Izvještaja, čini to potpuno na vlastitu odgovornost.

U slučaju da bilo koja neovlaštena osoba dobije pristup i pročita ovaj Izvještaj, takva osoba prihvaća i suglasna je da je ovaj Izvještaj pripremljen u skladu s uputama isključivo za korist i upotrebu primatelja i drugih strana za koje smo izričito pismeno suglasili da mogu imati koristi od našeg rada ili se na njega oslanjati. MP, njegovi zaposlenici i partneri, ne duguju niti prihvaćaju bilo kakve obveze ili odgovornosti prema čitatelju, bez obzira na ugovor ili delikt (uključujući nemar i kršenje zakonskih obveza), ili bilo koji drugi način odgovornosti koji proizlazi iz pristupa ovom izvještaju. Nećemo biti odgovorni za bilo kakav gubitak, štetu ili troškove bilo koje vrste koji proizlaze iz upotrebe ovog izvještaja.

SADRŽAJ

SAŽETAK	4
PROCJENA VRIJEDNOSTI ARTICULATIO D.O.O.	6
PROCJENA VRIJEDNOSTI FULCIO D.O.O.	28
PROCJENA VRIJEDNOSTI HOTEL KATARINA 2009, D.O.O.	50
PROCJENA VRIJEDNOSTI LUKA PLOČE GRADNJA D.O.O.	75
PROCJENA VRIJEDNOSTI OMNIGENUS D.O.O.	98
PROCJENA VRIJEDNOSTI PCS POSLOVNI CENTAR SVETICE D.O.O.	120
DODATAK	142

SAŽETAK

SAŽETAK PROCJENE VRIJEDNOSTI

PODRUČJE	STR.
Zaključak analize	5

ZAKLJUČAK ANALIZE

Procijenjena vrijednost 6 najznačajnijih ulaganja u ovisna društva iznosi 136 tis EUR, a navedena ulaganja koja imaju vrijednost odnose se na ulaganje u društvo Hotel Katarina 2009 d.o.o. i društvo ARTICULATIO d.o.o.

Pristup i metodologija

Marčinković i partneri d.o.o. („MP” ili „Savjetnik”) izvršili su procjenu fer vrijednosti kapitala ovisnih društava ARTICULATIO d.o.o., FULCIO d.o.o., HOTEL KATARINA 2009, d.o.o., LUKA PLOČE GRADNJA d.o.o., OMNIGENUS d.o.o. i PCS Poslovni Centar Svetice d.o.o. na dan 30.09.2024. godine na temelju financijskih izvješća za razdoblje od 2020. do 2023. godine te preliminarnih financijskih izvješća na dan 30.09.2024., uz dostupne javne podatke.

Financijske projekcije pripremljene su temeljem dostavljenih i javno dostupnih podataka, a uključuju projekcije računa dobiti i gubitka, neto duga, planiranih investicija te radnog kapitala.

U svrhu izračuna vrijednosti razmotrili smo općeprihvaćene pristupe i metode vrednovanja poslovanja, te koristili sljedeće:

Društvo	Pristup	Metoda
ARTICULATIO	Troškovni	Metoda neto vrijednosti imovine (NAV)
FULCIO	Troškovni	Metoda neto vrijednosti imovine (NAV)
HOTEL KATARINA	Dohodovni	Metoda diskontiranog novčanog tijeka („DCF”)
LPG	Tržišni	Metoda usporedivih društava (CCM)
OMNIGENUS	Troškovni	Metoda neto vrijednosti imovine (NAV)
PCS	Troškovni	Metoda neto vrijednosti imovine (NAV)

Za detaljno objašnjenje svake od metoda procjene vrijednosti te razloge odabira pojedine metode molimo pogledajte pojedinačne dokumente procjene vrijednosti svakog zasebnog ovisnog društva u nastavku.

Zaključak

S obzirom na prethodno navedeno, mišljenja smo kako je **indikativna tržišna vrijednost 6 najznačajnijih ulaganja u ovisna društva na dan 30.09.2024. godine jednaka 136 tis EUR**, strukturirano kako slijedi:

	Procijenjena vrijednost	Knjigovodstvena vrijednost	Razlika
ARTICULATIO d.o.o.	49	417	(368)
FULCIO d.o.o.	-	3	(3)
Hotel Katarina 2009 d.o.o.	87	8.999	(8.912)
LUKA PLOČE GRADNJA d.o.o.	-	1.897	(1.897)
OMNIGENUS d.o.o.	-	3	(3)
PCS d.o.o.	-	2.935	(2.935)
	136	14.254	(14.118)

Razlika procijenjene vrijednosti navedenih ulaganja u odnosu na njihovu knjigovodstvenu vrijednost iznosi 14.118 tis EUR.

Rezultat analize vrednovanja ne predstavlja mišljenje o pravičnosti naknade (fairness opinion) ili investicijski savjet i ne treba se tako tumačiti. Naši zaključci ne služe kao zamjena za proces dubinskog snimanja, a financijske institucije ili bilo koja druga treća strana trebala bi izvršiti vlastiti dubinski snimak kako bi strukturirala moguću transakciju. Sukladno tome, ovo izvješće o procjeni vrijednosti nije namijenjeno u investicijske svrhe.



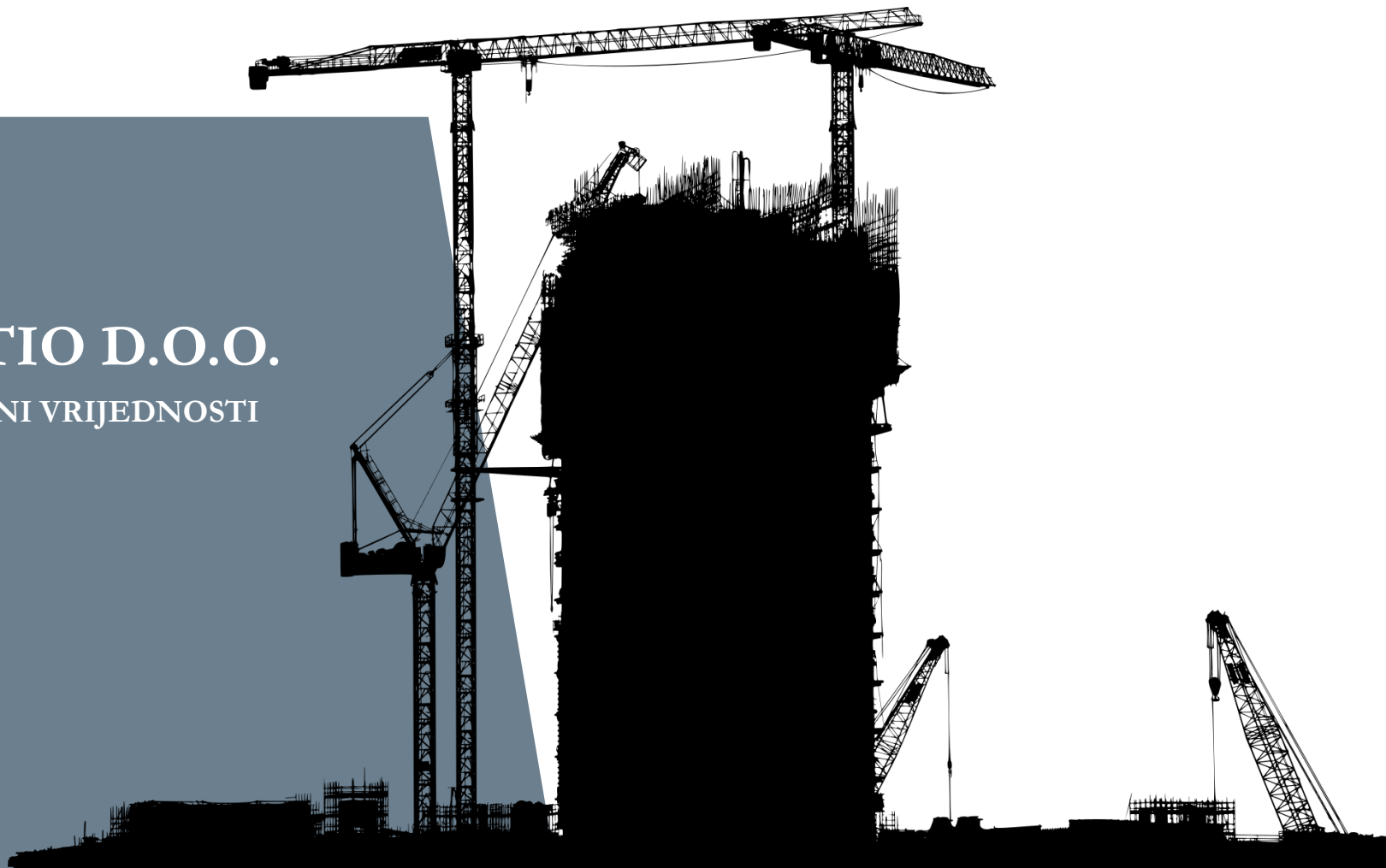
MARČINKOVIĆ
& PARTNERI

ARTICULATIO D.O.O.

IZVJEŠTAJ O PROCJENI VRIJEDNOSTI

31. SIJEČNJA 2025.

OGRANIČENA UPOTREBA



SKRAĆENICE

Skraćenica	Opis
MP, Savjetnik	Marčinković i partneri d.o.o., Ulica grad Vukovara 269g, Zagreb, Hrvatska
Klijent	MUCIĆ & Co d.o.o. u stečaju, Ulica 4. gardijske brigade 5, Dugopolje
Društvo ili ARTICULATIO	ARTICULATIO d.o.o., Ulica 4. gardijske brigade 5, Dugopolje
HNB	Hrvatska narodna banka
DIO	Dani vezivanja zaliha (Days inventory turnover)
DSO	Dani naplate potraživanja (Days sales outstanding)
DPO	Dani plaćanja dobavljača (Days payables outstanding)
EBIT	Dobit prije kamata i poreza (Earnings before interest and tax)
EBITDA	Dobit prije kamata, poreza i amortizacije (Earnings before interest, tax, depreciation and amortisation)
IVS	Međunarodni standardi za procjene vrijednosti (International Valuation Standards)
KV	Knjigovodstvena vrijednost

SADRŽAJ

1	SAŽETAK	9
2	OPĆI I FINANCIJSKI PREGLED DRUŠTVA	14
3	POSLOVNO OKRUŽENJE	18
4	METODOLOGIJA VREDNOVANJA	21
5	TROŠKOVNI PRISTUP	26

DIO 1

SAŽETAK

SAŽETAK PROCJENE VRIJEDNOSTI

PODRUČJE	STR.
Parametri vrednovanja	10
Zaključak analize	13

PARAMETRI VREDNOVANJA (1/3)

Ključni parametar	Opis
Predmet i svrha Izvještaja	<p>Marčinković i partneri d.o.o. („MP”) angažirani su od strane rukovodstva društva MUCIĆ & Co d.o.o. u stečaju („Klijent”) kako bi izrazili svoje mišljenje i zaključke o tržišnoj vrijednosti udjela u društvu ARTICULATIO d.o.o., koristeći preliminarne financijske izvještaje na dan 30.09.2024. godine.</p> <p>Predmet ovog Izvještaja je procjena fer vrijednosti Društva, a koju će Klijent koristiti za interne potrebe menadžmenta.</p>
Datum i valuta Izvještaja	<p>Fer vrijednost procijenjena je na dan 30.09.2024. godine („Datum procjene”).</p> <p>Osim ako nije drugačije naznačeno, brojke predstavljene u ovom Izvještaju prikazane su u tisućama Eura („000 EUR”).</p>
Primatelj izvještaja	<p>Namjeravani primatelj i korisnik ovog Izvještaja je Klijent.</p>
Osnova vrijednosti	<p>Za navedenu svrhu korišten je standard “Fer vrijednost”, definiran prema IVS kao procijenjeni iznos za koji bi neka imovina ili obveza mogla biti razmijenjena na datum procjene između voljnog kupca i voljnog prodavatelja po tržišnim uvjetima nakon prikladnog oglašavanja, te kada su obje strane postupile upućeno, razborito i bez prisile.</p>
Premise vrijednosti	<p>Fer vrijednost procijenjena je na osnovu premise trenutne upotrebe (Value in use) koja pretpostavlja korištenje imovine prema trenutnim okolnostima, a ne onim okolnostima koje bi maksimizirale potencijal i stvorile najveću vrijednost za vlasnika (Highest and best use).</p> <p>Premisa vrijednosti korištena u procjeni jest vremenska neograničenost poslovanja (eng. Going Concern). Ova premisa vrijednosti podrazumijeva:</p> <ul style="list-style-type: none">• da će menadžment kompanije koristiti samo one financijske i operativne strategije koje će maksimizirati vrijednost kompanije;• da nema nesigurnosti vezanih za buduće događaje, kao što su poslovni gubici koji se ponavljaju ili financijske poteškoće, koji bi doveli u pitanje fundamentalnu pretpostavku da kompanija može nastaviti vremenski neograničeno poslovati. <p>Vrijednost je procijenjena ne uzimajući u obzir transakcijske troškove i bez usklađivanja za bilo koje poreze koje bi bilo koja strana plaćala kao izravnu posljedicu transakcije.</p> <p>Također, faktori specifični za određenog kupca ili prodavatelja koji nisu dostupni sudionicima na tržištu isključeni su iz ulaznih parametara koji se koriste u predmetnoj analizi. Dakle, procijenjena tržišna vrijednost ne odražava atribute imovine koji su vrijedni za određenog vlasnika ili kupca i koji nisu dostupni drugim kupcima na tržištu (npr. dodatna vrijednost kroz stvaranje portfelja sredstava, sinergije, porezne olakšice ili porezna opterećenja jedinstvena za subjekt, i sl.).</p>

PARAMETRI VREDNOVANJA (2/3)

Ključni parametar	Opis
Izvor informacija i provedeni postupci	<p>Informacije korištene od strane MP-a kod pripreme ovog Izvještaja prikupljene su iz različitih izvora, kako je navedeno u Dodatku 1 ovog Izvještaja.</p> <p>Postupci koje smo slijedili u skladu su s općim načelima vrednovanja u vezi s vrednovanjem društava s ograničenom odgovornošću. Razmotrili smo općeprihvaćene čimbenike uključujući, ali ne ograničavajući se na, sljedeće:</p> <ul style="list-style-type: none">• Prirodu poslovanja, rizici kojima je podložno poslovanje, povijesni obrasci rasta i buduća razmatranja;• Opću gospodarsku perspektivu, položaj industrije u postojećem gospodarstvu i položaj poduzeća unutar svoje industrije;• Knjigovodstvenu vrijednost i opće financijsko stanje poslovanja;• Sposobnost poslovanja za isplatu dividende;• Postojanje podcijenjenih materijalnih i nematerijalnih vrijednosti;• Sve nedavne prodaje udjela tvrtke;• Tržišnu cijenu dionica, udjela ili imovine tvrtki koje se bave srodnim djelatnostima gdje se takvim dionicama trguje na burzi; i• Druge činjenice i okolnosti za koje smo procijenili da su važne za ukupnu vrijednost. <p>Angažman nije uključivao dodatnu provjeru i verifikaciju dostavljenih i javno dostupnih informacija. Sukladno tome, naša indikativna financijska analiza Društva te shodno tome i indikativna (desktop) analiza vrijednosti Društva je ograničena i ovisna o kvaliteti i dostupnosti pripremljenih podataka, za koje ne preuzimamo nikakvu odgovornost i ne iznosimo stavove vezane za točnost i potpunost niti izdajemo uvjerenje u tom smislu.</p>
Ograničenja i pretpostavke	<p>Projekcije poslovanja korištene u ovom izvještaju sadrže određene stavove, procjene i projekcije u odnosu na očekivane buduće rezultate Društva. Takvi stavovi, procjene i projekcije pripremljene su od strane rukovodstva Društva i ne moraju se pokazati točnima. U ovome Izvještaju ne dajemo nikakvo mišljenje ili stajalište vezano uz točnost takvih stavova, procjena i projekcija jer u stvarnosti obično postoje odstupanja između procjena i stvarnih rezultata, a ta odstupanja mogu biti materijalno značajna. Također, poslovanje Društva izloženo je čimbenicima na koje Društvo ne može utjecati, poput makroekonomskih čimbenika (kretanje BDP a RH i sl.), geopolitičkih problema (invazija Rusije na Ukrajinu, nemiri na bliskom istoku), više sile i sl.</p>

PARAMETRI VREDNOVANJA (3/3)

Ključni parametar	Opis
Korištena metodologija	<p>Iako se pristupi i metode procjene vrijednosti i detalji analiza razlikuju između pojedinih subjekata, postoje tri opće prihvaćena pristupa koja se koriste za procjene vrijednosti kompanije:</p> <ul style="list-style-type: none">• Dohodovni pristup• Tržišni pristup• Troškovni pristup <p>U okviru tri osnovna pristupa može se koristiti nekoliko metoda za procjenu vrijednosti.</p> <p>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, materijalne i nematerijalne imovine.</p> <p>Tržišni pristup indicira vrijednost društva temeljem tržišnih parametara koji se mogu promatrati temeljem (i) cijene dionice na uređenom (aktivnom) tržištu, (ii) usporedbe predmetnog društva sa usporedivim društvima koja se bave sličnim poslovnim aktivnostima i čijim se dionicama trguje na uređenim tržištima kapitala ili (iii) koja su dio javnih ili privatnih transakcija.</p> <p>Troškovni pristup temelji se na načelu supstitucije, putem koje kupac imovine nije spreman platiti više nego što bi bili troškovi zamjene s imovinom iste funkcionalnosti. Troškovni pristup ne uzima u obzir potencijal zarada poslovnog subjekta.</p> <p>Troškovni pristup 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.</p> <p>Kako bismo došli do zaključka vrijednosti, koristili smo troškovni pristup vrednovanju.</p> <p>Molimo pogledajte poglavlje 4 za detaljno objašnjenje svake od metoda procjene vrijednosti te razloge odabira pojedine metode.</p>
Ključne pretpostavke vrijednosti	<p>Ključna pretpostavka procjene vrijednosti vlasničkog kapitala Društva je da imovina društva nije opterećena nikakvim založnim pravima ili obvezama, nastalim temeljem sudužništva, garancije za tuđi dug ili slično. Ova pretpostavka omogućuje procjenu vrijednost vlasničkog kapitala, ne uzimajući u obzir eventualne terete ili obveze koje bi mogle umanjiti vrijednost vlasničkog kapitala. MP ne preuzima odgovornost niti izražava mišljenje o informacijama koje nije zaprimio tijekom rada, a koji bi mogli utjecati na Društvo i/ili njegovo poslovanje i vrijednost.</p>

ZAKLJUČAK ANALIZE

Na temelju činjenica i pretpostavki primjenom NAV metode, procjenjujemo da je fer vrijednost vlasničkog kapitala Društva jednaka 49 tis EUR prema podacima na dan 30.09.2024. godine.

Pristup i metodologija

Marčinković i partneri d.o.o. („MP” ili „Savjetnik”) izvršili su procjenu fer vrijednosti kapitala društva ARTICULATIO na dan 30.09.2024. godine na temelju financijskih izvješća za razdoblje od 2020. do 2023. godine te preliminarnih financijskih izvješća na dan 30.09.2024., uz dostupne javne podatke.

Financijske projekcije pripremljene su temeljem dostavljenih i javno dostupnih podataka, a uključuju projekcije računa dobiti i gubitka, neto duga, planiranih investicija te radnog kapitala.

U svrhu izračuna vrijednosti razmotrili smo općeprihvaćene pristupe i metode vrednovanja poslovanja, te koristili sljedeće:

Pristup	Metoda
---------	--------

Troškovni pristup	Metoda neto vrijednosti imovine (NAV)
-------------------	---------------------------------------

- Statički pristup vrednovanju koristili smo obzirom na činjenicu da se najznačajnija stavka imovine Društva odnosi na financijsku imovinu (potraživanja).

Razlog nekorisćenja ostalih pristupa i metoda vrednovanja:

- DCF metodu odbacili smo obzirom na činjenicu da Savjetnik u trenutku izrade ovog Izvještaja ne raspolaže poslovnim planom Društva niti informacijama managementa vezanim uz buduća i očekivana kretanja poslovanja i poslovnih rezultata
- Metode tržišnog pristupa (tržišna cijena, CTM i CCM) pretpostavljaju da se vrijednost tvrtke može odrediti usporedbom s vrijednosnim parametrima dobivenim iz dovršenih nedavnih transakcija (M&A) i cijenama dionica usporedivih tvrtki (peer grupe). Nismo koristili ovaj pristup jer dionice Društva ne kotiraju na uređenom tržištu čime smo isključili primjenu metode tržišne cijene i CCM metode, a CTM metodu nismo koristili s obzirom da nismo identificirali dovoljan uzorak društava koje su bile predmet recentnih transakcija kupoprodaje udjela, a koje su prema profilu, veličini i izloženosti rizicima dovoljno usporedive s Društvom.

Zaključak

S obzirom na prethodno navedeno, mišljenja smo kako je **indikativna tržišna vrijednost 100% vlasničkog kapitala Društva na dan 30.09.2024. godine jednaka 49 tis EUR**, strukturirano kako slijedi:

000 EUR	Metoda	Fer vrijednost
Prilagođena vrijednost imovine	NAV	69
Prilagođena vrijednost obveza	NAV	(19)
Vrijednost kapitala (Equity value)		49

- Vrijednost vlasničke glavnice izračunata je primjenom NAV metode kao vrijednost prilagođena vrijednost imovine umanjena za prilagođenu vrijednost obveza.

Rezultat analize vrednovanja ne predstavlja mišljenje o pravičnosti naknade (fairness opinion) ili investicijski savjet i ne treba se tako tumačiti. Naši zaključci ne služe kao zamjena za proces dubinskog snimanja, a financijske institucije ili bilo koja druga treća strana trebala bi izvršiti vlastiti dubinski snimak kako bi strukturirala moguću transakciju. Sukladno tome, ovo izvješće o procjeni vrijednosti nije namijenjeno u investicijske svrhe.

DIO 2

OPĆI I FINANCIJSKI PREGLED DRUŠTVA

PREGLED OSNOVNIH INFORMACIJA O DRUŠTVU

PODRUČJE	STR.
Opći podaci o Društvu	15
Pregled poslovanja	16
Pregled financijskog stanja	17

OPĆI PODACI O DRUŠTVU

Društvo je osnovano 2012. godine dok se pretežita djelatnost odnosi na proizvodnju električne energije (D - opskrba električnom energijom, plinom, parom i klimatizacija).

Ukratko o društvu

Društvo je osnovano 11. listopada 2012. godine, a osnivač je gospodin Stanislav Mucić. Društvo sukladno važećim odredbama Zakona o računovodstvu spada u skupinu mikro poduzetnika.

Temeljni kapital Društva iznosi 416.882,34 EUR te Društvo u prethodnom razdoblju nije mijenjao iznos temeljnog kapitala. Sjedište Društva u Dugopolju. Društvo na 31Pro2022 nije imalo zaposlenih.

Proizvodnja električne energije osnovna je djelatnost Društva, a navedeno uključuje rad kapaciteta koji imaju mogućnost proizvodnje električne energije uključujući termalnu, nuklearnu hidroelektričnu energiju, parne turbine te dizelsko gorivo i obnovljivu energiju.

Društvo je 2013. godine steklo status povlaštenog proizvođača električne energije.

PROIZVODNJA ELEKTRIČNE ENERGIJE

Instalirani kapaciteti za proizvodnju električne energije u Republici Hrvatskoj obuhvaćaju hidro i termoelektre, veći broj vjetroelektrana i drugih elektrana na obnovljive izvore energije te određeni broj industrijskih termoelektrana. Većinski vlasnik velikih proizvodnih kapaciteta je HEP grupa (tvrtka u vlasništvu Republike Hrvatske). Privatni proizvođači posjeduju uglavnom elektrane na OIE. Na kraju 2021. godine ukupna raspoloživa snaga elektrana na teritoriju Republike Hrvatske iznosila je 4 872,9 MW, od čega 1 547,2 MW u termoelektre, 2 200,5 MW u hidroelektre, 986,9 MW u vjetroelektre i 138,3 MW u sunčanim elektre. Za potrebe elektroenergetskog sustava Republike Hrvatske koristi se i 348 MW iz NE Krško (tj. 50 % ukupno raspoložive snage elektrane u skladu s vlasničkim udjelima).

Obnovljivi izvori energije postaju sve značajniji u ukupnoj opskrbi energijom Republike Hrvatske. Porast instaliranih kapaciteta za proizvodnju električne energije iz obnovljivih izvora prati i njezina proizvodnja pa je tako u 2021. godini proizvedeno oko 3 500 GWh električne energije iz obnovljivih izvora te je ta proizvodnja činila 23,1% ukupne proizvodnje, uz izuzetak velikih hidroelektrana.

Proizvodnja električne energije iz OIE u Hrvatskoj 2021. godine:

Vrsta izvora / Type of renewable energy source	Proizvodnja električne energije / Electricity generation (GWh)
Sunce / Solar	148,9
Vjetar / Wind	2 061,8
Biomasa / Biomass	659,6
Biplin / Biogas	440,2
Male hidroelektre / Small hydro	115,2
Geotermalna / Geothermal	89,7
Ukupno / Total	3 515,4

U 2021. godini iz elektrana s važećim ugovorom o poticanju u FIT sustavu (Sustav feed-in tarifa) proizvedeno je 3 494 GWh električne energije, a isplaćeno je 442 mil EUR poticaja za proizvedenu energiju.

PREGLAD POSLOVANJA

Poslovanje Društva stabilno je tijekom promatranog perioda, te se u FY2024 očekuje slično ostvarenje prihoda kao u 2022. godini. EBITDA rezultat pozitivan je tijekom cijelog promatranog perioda, dok prosječna EBITDA marža iznosi 65,1%.

RDG (ARTICULATIO)

000 EUR	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	YTD2024 (9m)	2019-2022
	Ostvareno	Ostvareno	Ostvareno	Ostvareno	Ostvareno	CAGR
Prihodi od prodaje	107	106	107	85	85	-7%
Ostali poslovni prihodi	0	0	0	-	-	-100%
A Poslovni prihodi	107	106	107	85	85	-7%
B Materijalni troškovi	(30)	(44)	(64)	(31)	(6)	1%
Ostali troškovi	(1)	(1)	(1)	(0)	-	-13%
Poslovni rashodi	(30)	(44)	(65)	(31)	(6)	1%
C EBITDA - izvještajna	77	62	42	54	79	-11%
<i>EBITDA marža izvještajna</i>	<i>71,8%</i>	<i>58,1%</i>	<i>39,4%</i>	<i>63,1%</i>	<i>92,9%</i>	<i>N/A</i>
Amortizacija	(52)	-	-	(1)	-	-73%
EBIT (na izvještajnu EBITDA)	25	62	42	53	79	29%
Financijski prihodi	-	-	16	0	-	N/A
Financijski rashodi	(0)	(0)	(0)	(0)	-	-28%
Neto financijski rezultat	(0)	(0)	16	0	-	-249%
Dobit prije poreza	25	62	58	53	79	29%
Porez na dobit	(3)	(6)	(6)	(5)	-	19%
Dobit/(gubitak) razdoblja	22	55	53	48	79	30%
<i>Neto marža</i>	<i>20,2%</i>	<i>52,3%</i>	<i>49,0%</i>	<i>56,1%</i>	<i>92,9%</i>	<i>N/A</i>

A	Društvo je u periodu između FY2020 i FY2023 ostvarivalo prihode od prodaje na razinama od oko 100 tisuća EUR na godišnjoj razini, dok je u YTD2024 (9m) ostvareno 85 tisuća EUR te se na kraju FY2024 očekuje ostvarenje kao i u kao u 2022. godini. <ul style="list-style-type: none"> Prihodi od prodaje odnosi se na prodaju električne energije. Ostali poslovni prihodi nisu materijalno značajni.
B	Glavna kategorija poslovnih rashoda u periodu između FY2020 i FY2023 odnosi se na ostale Materijalne troškove, dok njihov udio u prihodima od prodaje iznosi prosječno 35%.
C	EBITDA rezultat pozitivan je tijekom cijelog promatranog perioda, dok je rekordna EBITDA marža ostvarena u prvih devet mjeseci 2024. godine, kada ista iznosi 92,9%.

PREGLAD FINANCIJSKOG STANJA

Društvo posjeduje dovoljno kratkotrajne imovine za namirenje kratkoročnih obveza, kao i višak likvidnih sredstava. Glavna stavka imovine Društva tijekom promatranog perioda odnosi se na potraživanja stečena cesijom, asignacijom i preuzimanjem duga, kao dio kratkotrajne imovine.

Bilanca stanja - prilagođena (ARTICULATIO d.o.o.)

000 EUR	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.9.2024	2020-2023
	Ostvareno	Ostvareno	Ostvareno	Ostvareno	Ostvareno	CAGR
A Materijalna imovina	-	-	-	31	31	n/a
Infrastruktura	-	-	-	31	31	n/a
Potraživanja od kupaca	12	9	9	6	21	-20%
B Obveze prema dobavljačima	-	(8)	(61)	(1)	(1)	n/a
Trgovinski radni kapital	12	1	(52)	5	20	-25%
Ostala potraživanja	611	580	730	692	689	4%
Ostale kratkoročne obveze	(63)	(7)	(7)	(5)	(4)	-57%
Ostali radni kapital	548	573	724	687	685	8%
Neto radni kapital	560	574	672	692	705	7%
Kratkoročne financijske obveze	(0)	(0)	(0)	-	-	-100%
Financijske obveze	(0)	(0)	(0)	-	-	-100%
Kratkotrajna financijska imovina	11	3	4	3	70	-36%
Novac u banci i blagajni	0	3	3	1	-	297%
C Novac i novčani ekvivalenti	11	6	7	4	70	-30%
Neto (dug)/višak novca	11	6	7	4	70	-29%
Dugotrajna potraživanja	-	47	-	-	-	n/a
Ostale stavke (neto)	-	47	-	-	-	n/a
Neto imovina/kapital	571	626	679	727	806	8%
Temeljni kapital	417	417	417	417	417	0%
Zadržana dobit/(preneseni gubitak)	132	154	210	262	310	26%
Dobit/(gubitak) razdoblja	22	55	53	48	79	30%
Kapital i rezerve	571	626	679	727	806	8%

A	Društvo pri obavljanju temeljne djelatnosti koristi osnovna sredstva u obliku energetskih postrojenja (solari SOLERO 2B) koja su u cijelosti otpisana stoga ista nemaju knjigovodstvenu vrijednost.
B	Trgovinski radni kapital Društva pozitivan je tijekom zadnja dva perioda.
C	Društvo na 30Ruj2024 ima neto cash poziciju, odnosno višak likvidnih sredstava u iznosu od 70 tisuća EUR. <ul style="list-style-type: none"> Kratkotrajna financijska imovina na 30Ruj2024 se u najvećoj mjeri odnosi na Dane zajmove i depozite koji iznose 70 tisuća EUR.

DIO 3

POSLOVNO OKRUŽENJE

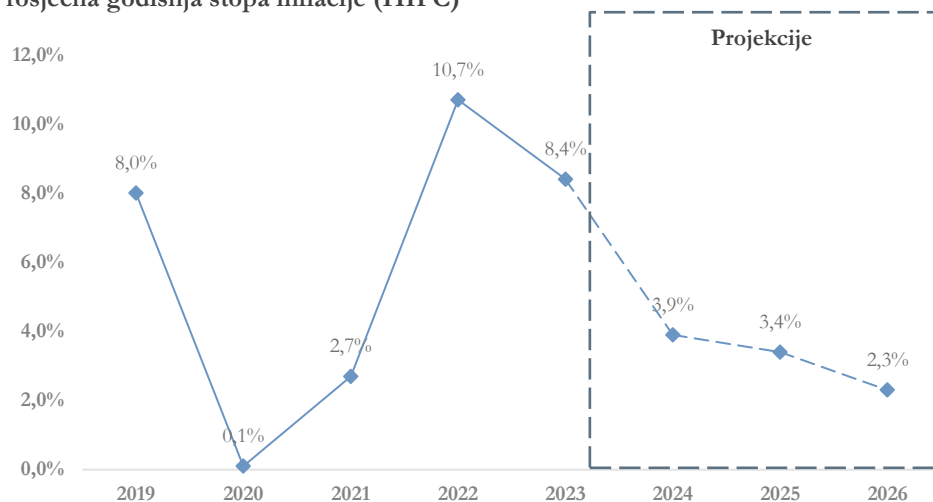
MAKROEKONOMSKI INDIKATORI

PODRUČJE	STR.
Makroekonomsko okruženje	19

MAKROEKONOMSKI INDIKATORI (1/2)

Predviđena godišnja stopa inflacije tijekom 2024. godine iznosi 3,9% što je znatan pomak u odnosu na iznadprosječno visoke stope tijekom 2022. i 2023. godine (8,4-10,7%). U narednim razdobljima predviđa se daljnji pad inflacije na razinu od 2,3-3,4%, uz istovremeno očekivane stope smanjenja nezaposlenosti, s trenutnih 5-6% na ispod 5%.

Prosječna godišnja stopa inflacije (HIPC)

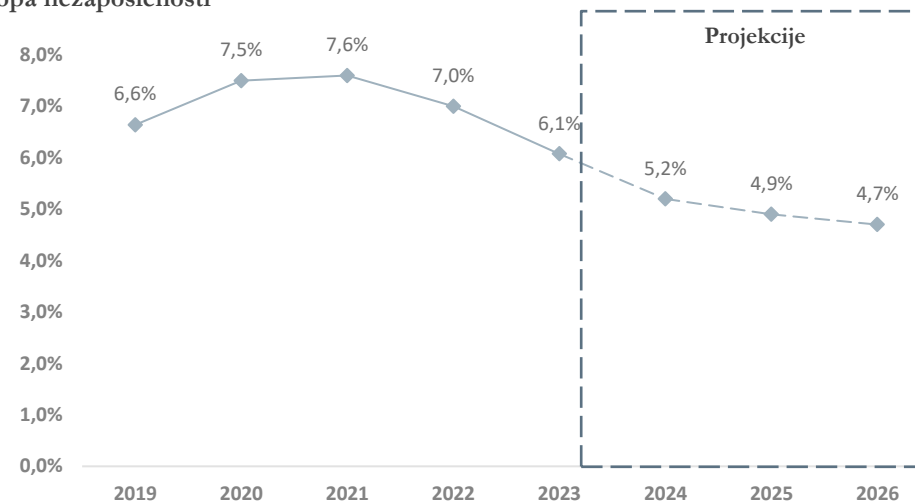


Izvor: HNB

Na grafikonu je prikazano kretanje prosječne godišnje stope inflacije mjerene harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena za razdoblje od 2019. do 2026. godine. Najviša stopa inflacije zabilježena je 2022. godine, što se pripisuje trgovinskim sankcijama uvedenima Rusiji zbog invazije na Ukrajinu. Navedene sankcije značajno su utjecale na rast cijena energenata, koji su se povećali u odnosu na prethodne godine. Primjena restriktivne monetarne politike pridonijela je usporavanju inflacije, što se pozitivno odrazilo na cijene energenata, prehrambenih i drugih sirovina na svjetskom tržištu. Dodatno, normalizacija globalnih lanaca opskrbe utjecala je na smanjenje uvoznih i proizvođačkih cijena na domaćem tržištu.

Makroekonomski analitičari projiciraju daljnji pad inflacije s očekivanim stopama od 3,9% u 2024., 3,4% u 2025. i 2,3% u 2026. godini.

Stopa nezaposlenosti



Izvor: HNB

Grafikon prikazuje kretanje stope nezaposlenosti u periodu od 2019. do 2026. godine. Tijekom prve tri godine promatranog razdoblja stopa nezaposlenosti rasla je sa 6,6% u 2019. godini na 7,6% u 2021. godini, nakon čega bilježi trend smanjenja. Stopa nezaposlenosti u 2023. godini iznosila je 6,1%, što je smanjenje za 0,9 postotnih poena u odnosu na 2022. godinu. Stopa nezaposlenosti ne uključuje ekonomski neaktivne osobe kao što su dugotrajno nezaposleni, djeca ili umirovljenici.

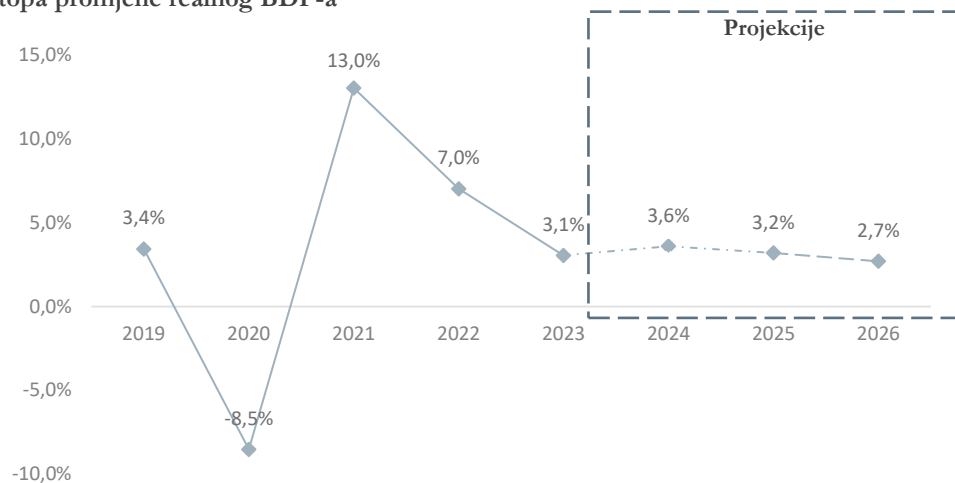
Negativni demografski trendovi i pozitivni trendovi ukupne zaposlenosti dovode do značajnih poremećaja na tržištu rada u vidu nedostatka (kvalitetne) radne snage što je ključan ekonomski izazov u Hrvatskoj.

Makroekonomski analitičari projiciraju smanjenje stope nezaposlenosti na 5,2% u 2024. godini, 4,9% u 2025. godini i 4,7% u 2026. godini.

MAKROEKONOMSKI INDIKATORI (2/2)

Predviđeno je daljnje usporavanje gospodarskog rasta, s očekivanim rastom od 3,2% u 2025. godini i 2,7% u 2026. godini. Projekcije UN-a sugeriraju snažan depopulacijski trend u Hrvatskoj te se predviđa da će se do kraja 2026. godine broj stanovnika smanjiti za 1,5% u odnosu na popis stanovništva iz 2021.godine.

Stopa promjene realnog BDP-a

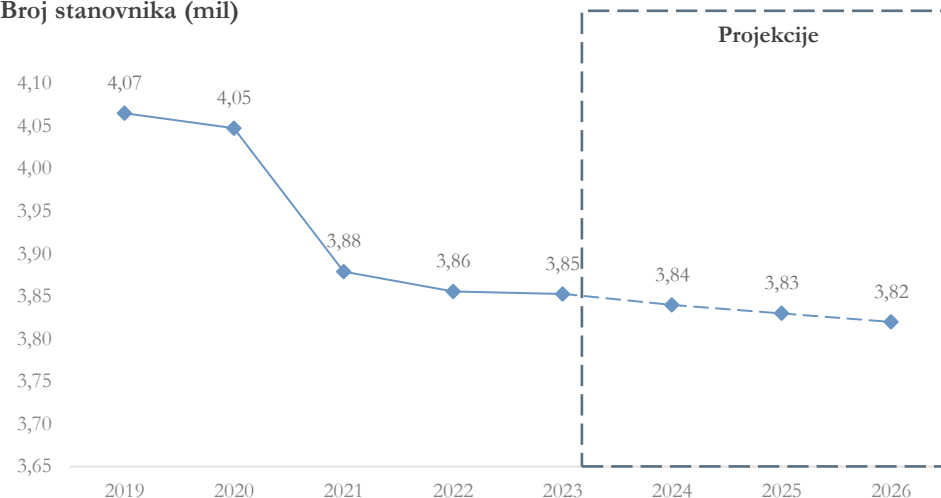


Izvor: HNB

Ovim grafikonom prikazane su stope promjene realnog BDP-a za razdoblje od 8 godina. U 2020. godini, s pojavom COVID-19 i uvođenjem protuepidemijskih mjera, poput zatvaranja ugostiteljskih objekata (restorana, kafića, noćnih klubova i slično), došlo je do smanjenja potrošnje i usporavanja gospodarske aktivnosti, što je rezultiralo padom BDP-a od 8,5% u odnosu na prethodnu godinu. Nakon postupnog popuštanja protuepidemijskih mjera i otvaranja gospodarstva u 2021. godini dolazi do snažnog oporavka realnog BDP-a koji je iznosio 13%. U 2022. i 2023. godini bilježi se usporavanje stope rasta BDP-a, što upućuje na stabilizaciju gospodarstva nakon razdoblja volatilnosti. U 2024. godini, makroekonomski analitičari projiciraju rast realnog BDP-a od 3,6%.

Prema projekcijama makroekonomskih analitičara, predviđa se daljnje usporavanje gospodarskog rasta, s očekivanim rastom od 3,2% u 2025. godini i 2,7% u 2026. godini.

Broj stanovnika (mil)



Izvor: UN

Prema podacima posljednjeg popisa stanovništva iz 2021. godine, u Republici Hrvatskoj živi nešto manje od 3,9 milijuna stanovnika, od čega 48% čine muškarci, a 52% žene. U usporedbi s prethodnim popisom iz 2011. godine, broj stanovnika smanjio se za više od 400.000 osoba, odnosno za 10%.

Ukupno stanovništvo Hrvatske kontinuirano opada već gotovo tri desetljeća. Pad broja stanovnika započeo je ranije i odvija se znatno većim intenzitetom u odnosu na demografske trendove na europskoj razini.

Prema projekcijama UN-a, Hrvatsku očekuje snažan depopulacijski trend te se predviđa da će se do kraja 2026. godine broj stanovnika smanjiti za 1,5% u odnosu na broj zabilježen na posljednjem popisu stanovništva iz 2021. godine.

DIO 4

METODOLOGIJA VREDNOVANJA

PRISTUP I METODE PROCJENE VRIJEDNOSTI POSLOVANJA

PODRUČJE	STR.
Pristup i metode vrednovanja	22
Aplicirani pristup i metode	25

PRISTUP I METODE VREDNOVANJA

Tradicionalni pristupi i metode vrednovanja poslovanja



PRISTUP I METODE VREDNOVANJA

Pristupi i metode vrednovana poslovanja

a) 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.

Najčešće korištena metoda je metoda diskontiranog novčanog tijeka („DCF”).

DCF metoda

- Prema DCF metodi vrijednost imovine koja se vrednuje temelji se na očekivanim budućim novčanim tokovima, diskontiranim na sadašnju vrijednost po stopi koja odražava očekivane prinose i rizike povezane s ostvarenjem novčanih tokova. Ukupna vrijednost utvrđuje se kao sadašnja vrijednost budućih slobodnih novčanih tokova.
- Kod vrednovanja poduzeća, projiciraju se slobodni novčani tijekovi te se diskontiraju za eksplicitno predviđeno razdoblje i trajnu (terminalnu) vrijednost nakon toga. Slobodni novčani tokovi predstavljaju gotovinu koja je dostupna za distribuciju i svim investitorima u poduzeće (vlasnicima i kreditorima).
- Diskontna stopa je ponderirani prosječni trošak kapitala (“WACC”), temeljen na optimalnoj strukturi kapitala u odnosu na stvarnu strukturu kapitala. WACC je prikladna diskontna stopa za izračunavanje sadašnje vrijednosti budućih novčanih tokova budući da uzima u obzir i rizik kapitala i duga te omjer duga i kapitala tvrtke.
- Trajna (terminalna) vrijednost izračunava se na temelju poslovnog potencijala za daljnji rast nakon eksplicitnog razdoblja predviđanja. Primjenjuje se “model konstantnog rasta” koji podrazumijeva očekivanu konstantnu stopu rasta (zauvijek) novčanih tokova.
- Faktor diskontiranja (stopa diskontiranja budućih novčanih tokova) ne odražava samo vremensku vrijednost novca, već i rizik povezan s budućim poslovanjem poduzeća.
- Tako izvedena vrijednost poslovanja/tvrtke dodatno se smanjuje za vrijednost duga, ako postoji, (neto novca i novčanih ekvivalenata) kako bi se dobila vrijednost za vlasnike poslovanja. Višak imovine/neoperativna imovina također se usklađuje.

a) Tržišni pristup

Tržišni pristup indicira vrijednost društva temeljem cijene dionice na uređenom (aktivnom) tržištu, temeljem usporedbe predmetnog društva sa usporedivim društvima koja se bave sličnim poslovnim aktivnostima i čijim se dionicama trguje na uređenim tržišnim kapitala ili koja su dio javnih ili privatnih transakcija. U okviru tržišnog pristupa vrijednost društva može se procijeniti kroz metodu tržišne cijene, metodu usporedivih društava ili metodu usporedivih transakcija.

Najčešće korištene metode:

- Metoda tržišne cijene (Market Price Method)
- Metoda usporedivih društava (Comparable Company Method ili skraćeno „CCM”).
- Metoda usporedivih transakcija (Comparable Transactions Method ili skraćeno „CTM”).

Metoda tržišne cijene

- Prema ovoj metodi, tržišna cijena dionice koja se kotira na uređenom tržištu obično se smatra fer vrijednošću vlasničkih dionica tog društva gdje takve kotacije proizlaze iz dionica kojima se redovito i slobodno trguje. Tržišna vrijednost općenito odražava percepciju investitora o tržišnoj vrijednosti tvrtke.

Metoda usporedivih društava (“CCM”)

- Prema CCM metodi vrijednost kompanije se utvrđuje na temelju multiplikatora vrijednosti izvedenih iz vrednovanja usporedivih kompanija, što se očituje kroz tržišnu vrijednost njihovih dionica koje kotiraju na uređenim tržištima i kojima se aktivno trguje. Ova metoda temelji se na načelu da se tržišne transakcije dionicama usporedivih kompanija odvijaju između informiranih kupaca i informiranih prodavatelja te da uključuju sve čimbenike relevantne za procjenu. Relevantne multiplikatore vrijednosti treba pažljivo odabrati i prilagoditi razlikama između okolnosti.
- Vrijednost dobivenu primjenom ove metode potrebno je prilagoditi za vrijednost potencijalnih obveza, viška imovine i benefita koji se plaćaju povlaštenim dioničarima, ako ih ima, kako bi se došlo do vrijednosti za dioničare.

PRISTUP I METODE VREDNOVANJA

Metoda usporedivih transakcija (“CTM”)

- Prema CTM metodi vrijednost kompanije može se procijeniti analizom cijene koju su platili kupci za sličnu kompaniju u sličnim tržišnim okolnostima. Ovo je metoda vrednovanja u kojoj će se uspoređivati recentne tržišne transakcije kako bi se procijenila trenutna vrijednost ciljane kompanije.

c) Troškovni pristup:

Troškovni pristup temelji se na načelu supstitucije, putem koje kupac imovine nije spreman platiti više nego što bi bili troškovi zamjene s imovinom iste funkcionalnosti. Troškovni pristup razmatra tržišnu vrijednost imovine i obveza, bez obzira na njenu iskazanu knjigovodstvenu vrijednost. 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.

Metoda neto vrijednosti imovine (“NAV”)

- Metoda neto vrijednosti imovine (“NAV”) prema troškovnom pristupu, razmatra imovinu i obveze, uključujući nematerijalnu imovinu i potencijalne obveze. Neto imovina, nakon smanjenja davanja povlaštenim dioničarima, ako ih ima, predstavlja vrijednost društva.
- NAV metoda je prikladna u slučaju kada je glavna snaga poslovanja njegova aktiva, a ne kapacitet ili potencijal za ostvarivanje dobiti.
- Ovaj pristup vrednovanja uglavnom se koristi u slučajevima kada baza imovine dominira u odnosu na sposobnost zarade. Nedostatak ovog pristupa je što ne uzima u obzir potencijal poslovanja društva, odnosno uporabu imovine.

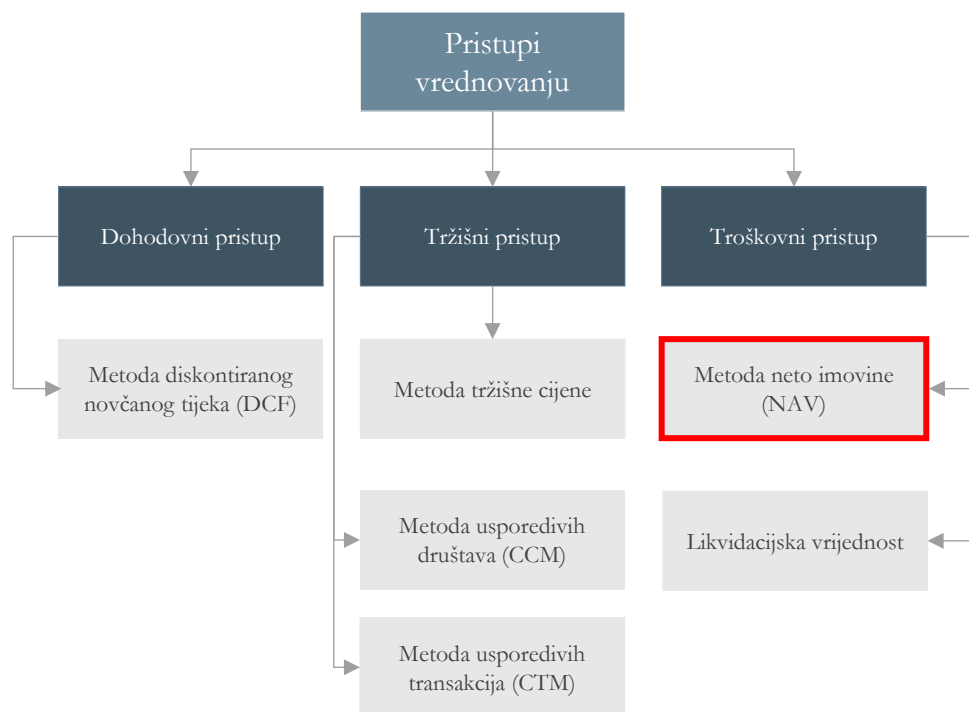
Likvidacijska vrijednost

- Likvidacijska vrijednost, u odnosu na NAV metodu, uzima u obzir i dodatne troškove likvidacije poduzeća u slučaju takvog ishoda.
- Moguće je razmotriti pretpostavku (i) urednog postupka likvidacije ili (ii) prisilnog postupka likvidacije.

APLICIRANI PRISTUP I METODE

Za potrebe donošenja zaključka o vrijednosti, a uzimajući u obzir predmet i svrhu procjene, koristili smo dohodovni pristup vrednovanju.

Pregled i odabir pristupa i metoda vrednovanja



Značenje

Korištena metoda

Obrazloženje korištenog pristupa i metode vrednovanja

Vrijednost vlasničke glavnice izračunata je primjenom NAV metode kao vrijednost prilagođena vrijednost imovine umanjena za prilagođenu vrijednost obveza.

- **Dohodovni pristup:** Pod pretpostavkom sadašnje upotrebe, stvarna vrijednost poslovanja Društva odražavala bi se u budućem potencijalu zarade korištenjem temeljne imovine (stavljanjem iste u upotrebu). Obzirom na činjenicu da Savjetnik u trenutku izrade ovog Izvještaja ne raspolaže poslovnim planom Društva niti informacijama managementa vezanim uz buduća i očekivana kretanja poslovanja i poslovnih rezultata, Savjetnik je odbacio dohodovni pristup kao metodu procjene.
- **Tržišni pristup:** Metode tržišnog pristupa (CTM i CCM) pretpostavljaju da se vrijednost tvrtke može odrediti usporedbom s vrijednosnim parametrima dobivenim iz dovršenih nedavnih transakcija (M&A) i cijenama dionica usporedivih kompanija (peer grupe). Nismo koristili ovaj pristup jer dionice Društva ne kotiraju na uređenom tržištu čime smo isključili primjenu metode tržišne cijene i CCM metode, a CTM metodu nismo koristili radi nemogućnosti identifikacije uzorka društava koje su bile predmet recentnih transakcija (M&A), a koje su prema profilu, veličini i rizicima usporedive s Društvom.
- **Troškovni pristup:** Obzirom na činjenicu da je sva materijalna imovina knjigovodstveno opisana, te je elaboratom o procjeni solarnih panela u vlasništvu Društva, izvršenim od strane neovisnog sudskog vještaka za elektroniku, elektrotehniku i automatiku, elektrotehniku u graditeljstvu i elektrostrojarstvo, utvrđeno da tržišna vrijednost istih iznosi 0 EUR, utrživa imovina Društva se na datum procjene sastoji isključivo od potraživanja, te se samim time ova metoda procjene smatra najprikladnijom za utvrđivanje fer vrijednosti vlasničkog kapitala Društva.

DIO 5

TROŠKOVNI PRISTUP

PROCJENA VRIJEDNOSTI PRIMJENOM METODE NETO IMOVINE

PODRUČJE	STR.
Primjena i izračun metodom neto imovine (NAV)	27

IZRAČUN VRIJEDNOSTI PRIMJENOM NAV METODE

Na temelju činjenica i pretpostavki primjenom NAV metode, procjenjujemo da je fer vrijednost vlasničkog kapitala Društva jednaka 49 tis EUR prema podacima na dan 30.09.2024. godine.

- Knjigovodstvena vrijednost danih zajmova i depozita koja na datum 30.09.2024. iznosi 750 tis EUR prilagođena je za pretpostavljeni iznos otpisa koji iznosi 743 tis EUR, što predstavlja 99% knjigovodstvene vrijednosti. Pretpostavljeni iznos otpisa odnosi se na umanjenje knjigovodstvene vrijednosti obzirom na izvjesnu nenaplativost navedenih danih zajmova, a prema informacijama Naručitelja.
- Unatoč činjenici da je dugotrajna imovina društva nije u potpunosti knjigovodstveno otpisana, njena tržišna vrijednost može odstupati od knjigovodstvene vrijednosti. Iz navedenog razloga izvršena je procjena troška demontaže solarnih panela u vlasništvu Društva, od strane neovisnog sudskog vještaka. Elaboratom je utvrđeno da trošak demontaže istih iznosi oko 14 tis EUR
- Osjetljivost vrijednosti kapitala testirana je istovremenim povećanjem/ smanjenjem vjerojatnosti postotka otpisa potraživanja prema društvima unutar grupe i prema ostalim subjektima.

000 EUR	30.9.2024		30.9.2024
	Ostvareno	Prilagodba	
Materijalna imovina	31	-	31
Dugotrajna imovina	31	-	31
Potraživanja od kupaca	21	-	21
Ostala potraživanja	9	-	9
Kratkotrajna financijska imovina	750	(743)	8
a) Ulaganja u udjele, dionice	-	-	-
b) Dani zajmovi, depoziti i sl. društvima unutar grupe	686	(679)	7
c) Dani zajmovi, depoziti i sl. prema ostalim društvima	64	(63)	1
Novac u banci i blagajni	-	-	-
Kratkotrajna imovina	780	(743)	38
(A) Ukupna imovina	811	(743)	69
Dugoročne obveze	-	-	-
Kratkoročne financijske obveze	0	-	0
Obveze prema dobavljačima	1	-	1
Ostale kratkoročne obveze	4	-	4
Budući trošak demontaže solarnih panela	-	14	14
Kratkoročne obveze	5	14	19
(B) Ukupne obveze	5	14	19
(A - B) Neto imovina	806	(757)	49

Metoda neto vrijednosti imovine

- Troškovni pristup temelji se na načelu supstitucije, putem koje kupac imovine nije spreman platiti više nego što bi bili troškovi zamjene s imovinom iste funkcionalnosti. Troškovni pristup razmatra tržišnu vrijednost imovine i obveza, bez obzira na njenu iskazanu knjigovodstvenu vrijednost. Razlika između procijenjene fer tržišne vrijednosti imovine i obveza predstavlja vrijednost kapitala.
- Metoda neto vrijednosti imovine ("NAV") prema troškovnom pristupu, razmatra imovinu i obveze, uključujući nematerijalnu imovinu i potencijalne obveze. Neto imovina, nakon smanjenja davanja povlaštenim dioničarima, ako ih ima, predstavlja vrijednost društva.
- Oduzimanjem prilagođene vrijednosti obveza od prilagođene vrijednosti imovine, dolazi se do vrijednosti 100% udjela u društvu ARTICULATIO d.o.o.

ANALIZA OSJETLJIVOSTI - VRIJEDNOST KAPITALA

Ostala potraživanja	Potraživanja unutar grupe				
	100%	99,5%	99%	98,5%	98%
100%	42	45	49	52	55
99,5%	42	46	49	52	56
99%	42	46	49	53	56
98,5%	43	46	50	53	56
98%	43	46	50	53	57



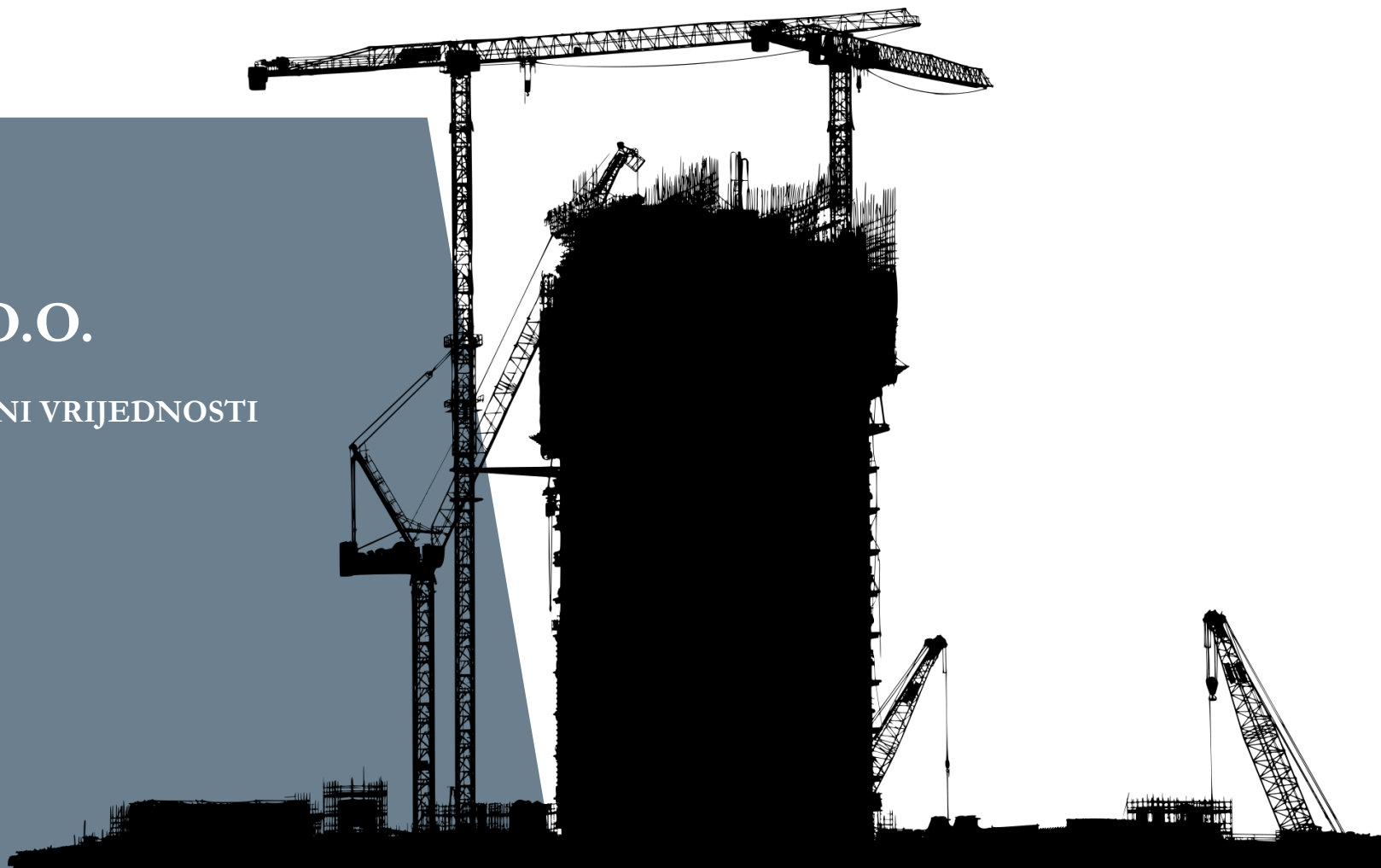
MARČINKOVIĆ
& PARTNERI

FULCIO D.O.O.

IZVJEŠTAJ O PROCJENI VRIJEDNOSTI

31. SIJEČNJA 2025.

OGRANIČENA UPOTREBA



SKRAĆENICE

Skraćenica	Opis
MP, Savjetnik	Marčinković i partneri d.o.o., Ulica grad Vukovara 269g, Zagreb, Hrvatska
Klijent	MUCIĆ & Co d.o.o. u stečaju, Ulica 4. gardijske brigade 5, Dugopolje
Društvo ili Fulcio	FULCIO d.o.o., Ulica 4. gardijske brigade 5, Dugopolje
HNB	Hrvatska narodna banka
DIO	Dani vezivanja zaliha (Days inventory turnover)
DSO	Dani naplate potraživanja (Days sales outstanding)
DPO	Dani plaćanja dobavljača (Days payables outstanding)
EBIT	Dobit prije kamata i poreza (Earnings before interest and tax)
EBITDA	Dobit prije kamata, poreza i amortizacije (Earnings before interest, tax, depreciation and amortisation)
IVS	Međunarodni standardi za procjene vrijednosti (International Valuation Standards)
KV	Knjigovodstvena vrijednost

SADRŽAJ

1	SAŽETAK	31
2	OPĆI I FINANCIJSKI PREGLED DRUŠTVA	36
3	POSLOVNO OKRUŽENJE	40
4	METODOLOGIJA VREDNOVANJA	43
5	TROŠKOVNI PRISTUP	48

DIO 1

SAŽETAK

SAŽETAK PROCJENE VRIJEDNOSTI

PODRUČJE	STR.
Parametri vrednovanja	32
Zaključak analize	35

PARAMETRI VREDNOVANJA (1/3)

Ključni parametar	Opis
Predmet i svrha Izvještaja	<p>Marčinković i partneri d.o.o. („MP”) angažirani su od strane rukovodstva društva MUCIĆ & Co d.o.o. u stečaju („Klijent”) kako bi izrazili svoje mišljenje i zaključke o tržišnoj vrijednosti udjela u društvu FULCIO d.o.o., koristeći preliminarne financijske izvještaje na dan 30.09.2024. godine.</p> <p>Predmet ovog Izvještaja je procjena fer vrijednosti Društva, a koju će Klijent koristiti za interne potrebe menadžmenta.</p>
Datum i valuta Izvještaja	<p>Fer vrijednost procijenjena je na dan 30.09.2024. godine („Datum procjene”).</p> <p>Osim ako nije drugačije naznačeno, brojke predstavljene u ovom Izvještaju prikazane su u Eurima („EUR”).</p>
Primatelj izvještaja	<p>Namjeravani primatelj i korisnik ovog Izvještaja je Klijent.</p>
Osnova vrijednosti	<p>Za navedenu svrhu korišten je standard “Fer vrijednost”, definiran prema IVS kao procijenjeni iznos za koji bi neka imovina ili obveza mogla biti razmijenjena na datum procjene između voljnog kupca i voljnog prodavatelja po tržišnim uvjetima nakon prikladnog oglašavanja, te kada su obje strane postupile upućeno, razborito i bez prisile.</p>
Premise vrijednosti	<p>Fer vrijednost procijenjena je na osnovu premise trenutne upotrebe (Value in use) koja pretpostavlja korištenje imovine prema trenutnim okolnostima, a ne onim okolnostima koje bi maksimizirale potencijal i stvorile najveću vrijednost za vlasnika (Highest and best use).</p> <p>Premisa vrijednosti korištena u procjeni jest vremenska neograničenost poslovanja (eng. Going Concern). Ova premisa vrijednosti podrazumijeva:</p> <ul style="list-style-type: none">• da će menadžment kompanije koristiti samo one financijske i operativne strategije koje će maksimizirati vrijednost kompanije;• da nema nesigurnosti vezanih za buduće događaje, kao što su poslovni gubici koji se ponavljaju ili financijske poteškoće, koji bi doveli u pitanje fundamentalnu pretpostavku da kompanija može nastaviti vremenski neograničeno poslovati. <p>Vrijednost je procijenjena ne uzimajući u obzir transakcijske troškove i bez usklađivanja za bilo koje poreze koje bi bilo koja strana plaćala kao izravnu posljedicu transakcije.</p> <p>Također, faktori specifični za određenog kupca ili prodavatelja koji nisu dostupni sudionicima na tržištu isključeni su iz ulaznih parametara koji se koriste u predmetnoj analizi. Dakle, procijenjena tržišna vrijednost ne odražava atribute imovine koji su vrijedni za određenog vlasnika ili kupca i koji nisu dostupni drugim kupcima na tržištu (npr. dodatna vrijednost kroz stvaranje portfelja sredstava, sinergije, porezne olakšice ili porezna opterećenja jedinstvena za subjekt, i sl.).</p>

PARAMETRI VREDNOVANJA (2/3)

Ključni parametar	Opis
Izvor informacija i provedeni postupci	<p>Informacije korištene od strane MP-a kod pripreme ovog Izvještaja prikupljene su iz različitih izvora, kako je navedeno u Dodatku 1 ovog Izvještaja.</p> <p>Postupci koje smo slijedili u skladu su s općim načelima vrednovanja u vezi s vrednovanjem društava s ograničenom odgovornošću. Razmotrili smo općeprihvaćene čimbenike uključujući, ali ne ograničavajući se na, sljedeće:</p> <ul style="list-style-type: none">• Prirodu poslovanja, rizici kojima je podložno poslovanje, povijesni obrasci rasta i buduća razmatranja;• Opću gospodarsku perspektivu, položaj industrije u postojećem gospodarstvu i položaj poduzeća unutar svoje industrije;• Knjigovodstvenu vrijednost i opće financijsko stanje poslovanja;• Sposobnost poslovanja za isplatu dividende;• Postojanje podcijenjenih materijalnih i nematerijalnih vrijednosti;• Sve nedavne prodaje udjela tvrtke;• Tržišnu cijenu dionica, udjela ili imovine tvrtki koje se bave srodnim djelatnostima gdje se takvim dionicama trguje na burzi; i• Druge činjenice i okolnosti za koje smo procijenili da su važne za ukupnu vrijednost. <p>Angažman nije uključivao dodatnu provjeru i verifikaciju dostavljenih i javno dostupnih informacija. Sukladno tome, naša indikativna financijska analiza Društva te shodno tome i indikativna (desktop) analiza vrijednosti Društva je ograničena i ovisna o kvaliteti i dostupnosti pripremljenih podataka, za koje ne preuzimamo nikakvu odgovornost i ne iznosimo stavove vezane za točnost i potpunost niti izdajemo uvjerenje u tom smislu.</p>
Ograničenja i pretpostavke	<p>Projekcije poslovanja korištene u ovom izvještaju sadrže određene stavove, procjene i projekcije u odnosu na očekivane buduće rezultate Društva. Takvi stavovi, procjene i projekcije pripremljene su od strane rukovodstva Društva i ne moraju se pokazati točnima. U ovome Izvještaju ne dajemo nikakvo mišljenje ili stajalište vezano uz točnost takvih stavova, procjena i projekcija jer u stvarnosti obično postoje odstupanja između procjena i stvarnih rezultata, a ta odstupanja mogu biti materijalno značajna. Također, poslovanje Društva izloženo je čimbenicima na koje Društvo ne može utjecati, poput makroekonomskih čimbenika (kretanje BDP a RH i sl.), geopolitičkih problema (invazija Rusije na Ukrajinu, nemiri na bliskom istoku), više sile i sl.</p>

PARAMETRI VREDNOVANJA (3/3)

Ključni parametar	Opis
Korištena metodologija	<p>Iako se pristupi i metode procjene vrijednosti i detalji analiza razlikuju između pojedinih subjekata, postoje tri opće prihvaćena pristupa koja se koriste za procjene vrijednosti kompanije:</p> <ul style="list-style-type: none">• Dohodovni pristup• Tržišni pristup• Troškovni pristup <p>U okviru tri osnovna pristupa može se koristiti nekoliko metoda za procjenu vrijednosti.</p> <p>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, materijalne i nematerijalne imovine.</p> <p>Tržišni pristup indicira vrijednost društva temeljem tržišnih parametara koji se mogu promatrati temeljem (i) cijene dionice na uređenom (aktivnom) tržištu, (ii) usporedbe predmetnog društva sa usporedivim društvima koja se bave sličnim poslovnim aktivnostima i čijim se dionicama trguje na uređenim tržištima kapitala ili (iii) koja su dio javnih ili privatnih transakcija.</p> <p>Troškovni pristup temelji se na načelu supstitucije, putem koje kupac imovine nije spreman platiti više nego što bi bili troškovi zamjene s imovinom iste funkcionalnosti. Troškovni pristup ne uzima u obzir potencijal zarada poslovnog subjekta.</p> <p>Troškovni pristup 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.</p> <p>Kako bismo došli do zaključka vrijednosti, koristili smo troškovni pristup vrednovanju.</p> <p>Molimo pogledajte poglavlje 4 za detaljno objašnjenje svake od metoda procjene vrijednosti te razloge odabira pojedine metode.</p>
Ključne pretpostavke vrijednosti	<p>Ključna pretpostavka procjene vrijednosti vlasničkog kapitala Društva je da imovina društva nije opterećena nikakvim založnim pravima ili obvezama, nastalim temeljem sudužništva, garancije za tuđi dug ili slično. Ova pretpostavka omogućuje procjenu vrijednost vlasničkog kapitala, ne uzimajući u obzir eventualne terete ili obveze koje bi mogle umanjiti vrijednost vlasničkog kapitala. MP ne preuzima odgovornost niti izražava mišljenje o informacijama koje nije zaprimio tijekom rada, a koji bi mogli utjecati na Društvo i/ili njegovo poslovanje i vrijednost.</p>

ZAKLJUČAK ANALIZE

Na temelju činjenica i pretpostavki primjenom NAV metode, procjenjujemo da je fer vrijednost vlasničkog kapitala Društva jednaka 0 EUR prema podacima na dan 30.09.2024. godine.

Pristup i metodologija

Marčinković i partneri d.o.o. („MP” ili „Savjetnik”) izvršili su procjenu fer vrijednosti kapitala društva FULCIO d.o.o. na dan 30.09.2024. godine na temelju financijskih izvješća za razdoblje od 2020. do 2023. godine te preliminarnih financijskih izvješća na dan 30.09.2024., uz dostupne javne podatke.

Financijske projekcije pripremljene su temeljem dostavljenih i javno dostupnih podataka, a uključuju projekcije računa dobiti i gubitka, neto duga, planiranih investicija te radnog kapitala.

U svrhu izračuna vrijednosti razmotrili smo općeprihvaćene pristupe i metode vrednovanja poslovanja, te koristili sljedeće:

Pristup	Metoda
Troškovni pristup	Metoda neto vrijednosti imovine (NAV)

- Statički pristup vrednovanju koristili smo obzirom na činjenicu da Društvo nema značajnih stavki imovine te da ne ostvaruje prihode iz poslovnih aktivnosti.

Razlog nekorisćenja ostalih pristupa i metoda vrednovanja:

- DCF metodu odbacili smo obzirom na činjenicu da Savjetnik u trenutku izrade ovog Izvještaja ne raspolaže poslovnim planom Društva niti informacijama managementa vezanim uz buduća i očekivana kretanja poslovanja i poslovnih rezultata
- Metode tržišnog pristupa (tržišna cijena, CTM i CCM) pretpostavljaju da se vrijednost tvrtke može odrediti usporedbom s vrijednosnim parametrima dobivenim iz dovršenih nedavnih transakcija (M&A) i cijenama dionica usporedivih tvrtki (peer grupe). Nismo koristili ovaj pristup jer dionice Društva ne kotiraju na uređenom tržištu čime smo isključili primjenu metode tržišne cijene i CCM metode, a CTM metodu nismo koristili s obzirom da nismo identificirali dovoljan uzorak društava koje su bile predmet recentnih transakcija kupoprodaje udjela, a koje su prema profilu, veličini i izloženosti rizicima dovoljno usporedive s Društvom.

Zaključak

S obzirom na prethodno navedeno, mišljenja smo kako je **indikativna tržišna vrijednost 100% vlasničkog kapitala Društva na dan 30.09.2024. godine jednaka 0 EUR**, strukturirano kako slijedi:

EUR	Metoda	Fer vrijednost
Prilagođena vrijednost imovine	NAV	261
Prilagođena vrijednost obveza	NAV	(5.546)
Vrijednost kapitala (Equity value)		(5.285)
Vrijednost kapitala (Equity value) - konačno		0

- Vrijednost vlasničke glavnice izračunata je primjenom NAV metode kao vrijednost prilagođena vrijednost imovine umanjena za prilagođenu vrijednost obveza.

Rezultat analize vrednovanja ne predstavlja mišljenje o pravičnosti naknade (fairness opinion) ili investicijski savjet i ne treba se tako tumačiti. Naši zaključci ne služe kao zamjena za proces dubinskog snimanja, a financijske institucije ili bilo koja druga treća strana trebala bi izvršiti vlastiti dubinski snimak kako bi strukturirala moguću transakciju. Sukladno tome, ovo izvješće o procjeni vrijednosti nije namijenjeno u investicijske svrhe.

DIO 2

OPĆI I FINANCIJSKI PREGLED DRUŠTVA

PREGLED OSNOVNIH INFORMACIJA O DRUŠTVU

PODRUČJE	STR.
Opći podaci o Društvu	37
Pregled poslovanja	38
Pregled financijskog stanja	39

OPĆI PODACI O DRUŠTVU

Društvo je osnovano 2012. godine dok se pretežita djelatnost odnosi na proizvodnju električne energije (D - opskrba električnom energijom, plinom, parom i klimatizacija).

Ukratko o društvu

Društvo je osnovano 11. listopada 2012. godine, a osnivač je društvo MUCIĆ & Co d.o.o. Društvo sukladno važećim odredbama Zakona o računovodstvu spada u skupinu mikro poduzetnika.

Temeljni kapital Društva iznosi 2.654,46 EUR te Društvo u prethodnom razdoblju nije mijenjao iznos temeljnog kapitala. Sjedište Društva u Dugopolju. Društvo na 31Pro2022 nije imalo zaposlenih.

Proizvodnja električne energije osnovna je djelatnost Društva, a navedeno uključuje rad kapaciteta koji imaju mogućnost proizvodnje električne energije uključujući termalnu, nuklearnu hidroelektričnu energiju, parne turbine te dizelsko gorivo i obnovljivu energiju.

PROIZVODNJA ELEKTRIČNE ENERGIJE

Instalirani kapaciteti za proizvodnju električne energije u Republici Hrvatskoj obuhvaćaju hidro i termoelektre, veći broj vjetroelektrana i drugih elektrana na obnovljive izvore energije te određeni broj industrijskih termoelektrana. Većinski vlasnik velikih proizvodnih kapaciteta je HEP grupa (tvrtka u vlasništvu Republike Hrvatske). Privatni proizvođači posjeduju uglavnom elektrane na OIE. Na kraju 2021. godine ukupna raspoloživa snaga elektrana na teritoriju Republike Hrvatske iznosila je 4 872,9 MW, od čega 1 547,2 MW u termoelektre, 2 200,5 MW u hidroelektre, 986,9 MW u vjetroelektre i 138,3 MW u sunčanim elektre. Za potrebe elektroenergetskog sustava Republike Hrvatske koristi se i 348 MW iz NE Krško (tj. 50 % ukupno raspoložive snage elektrane u skladu s vlasničkim udjelima).

Obnovljivi izvori energije postaju sve značajniji u ukupnoj opskrbi energijom Republike Hrvatske. Porast instaliranih kapaciteta za proizvodnju električne energije iz obnovljivih izvora prati i njezina proizvodnja pa je tako u 2021. godini proizvedeno oko 3 500 GWh električne energije iz obnovljivih izvora te je ta proizvodnja činila 23,1% ukupne proizvodnje, uz izuzetak velikih hidroelektrana.

Proizvodnja električne energije iz OIE u Hrvatskoj 2021. godine:

Vrsta izvora / Type of renewable energy source	Proizvodnja električne energije / Electricity generation (GWh)
Sunce / Solar	148,9
Vjetar / Wind	2 061,8
Biomasa / Biomass	659,6
Biplin / Biogas	440,2
Male hidroelektre / Small hydro	115,2
Geotermalna / Geothermal	89,7
Ukupno / Total	3 515,4

U 2021. godini iz elektrana s važećim ugovorom o poticanju u FIT sustavu (Sustav feed-in tarifa) proizvedeno je 3 494 GWh električne energije, a isplaćeno je 442 mil EUR poticaja za proizvedenu energiju.

PREGLAD POSLOVANJA

Društvo nema evidentiranih prihode od prodaje tijekom promatranog perioda dok su ostali poslovni prihodi materijalno neznačajni.

RDG (FULCIO)

EUR	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023YTD2024 (9m)		2020-2023
	Ostvareno	Ostvareno	Ostvareno	Ostvareno	Ostvareno	CAGR
Ostali poslovni prihodi	32	355	-	0	0	-100%
Poslovni prihodi	32	355	-	0	0	-100%
Materijalni troškovi	(478)	(478)	(478)	-478	-358	0%
Ostali troškovi	(193)	(213)	(367)	-192	-144	0%
Ostali poslovni rashodi	(355)	-	-	-	0	N/A
Poslovni rashodi	(1.026)	(691)	(845)	-670	-502	-13%
EBITDA - izvještajna	(994)	(336)	(845)	-670	-502	-12%
<i>EBITDA marža izvještajna</i>	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>
						0%
EBIT (na izvještajnu EBITDA)	(994)	(336)	(845)	-670	-502	-12%
Financijski prihodi	-	-	-	-	-	N/A
Financijski rashodi	(0)	(0)	(0)	-	-	N/A
Neto financijski rezultat	(0)	(0)	(0)	-	-	N/A
Dobit prije poreza	(994)	(336)	(845)	-670	-502	-12%
Porez na dobit	-	-	-	-	-	N/A
Dobit/(gubitak) razdoblja	(994)	(336)	(845)	-670	-502	-12%
<i>Neto marža</i>	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>

PREGLJED FINANCIJSKOG STANJA

Kapital Društva negativan je tijekom promatranog razdoblja.

Bilanca stanja - prilagođena (FULCIO)

EUR	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2024	2020-2023
	Ostvareno	Ostvareno	Ostvareno	Ostvareno	Ostvareno	CAGR
Infrastruktura	-	-	-	-	-	N/A
Potraživanja od kupaca	40	40	40	40	40	0%
Obveze prema dobavljačima	(382)	(137)	(3.429)	-3.791	-4.384	115%
A Trgovinski radni kapital	(342)	(97)	(3.389)	-3.751	-4.344	122%
Ostala potraživanja	87	120	90	30	120	-30%
Ostale kratkoročne obveze	(2.264)	(2.880)	(464)	-465	-464	-41%
Ostali radni kapital	(2.177)	(2.760)	(374)	-435	-344	-42%
Neto radni kapital	(2.519)	(2.857)	(3.763)	-4.186	-4.688	18%
Kratkoročne financijske obveze	(398)	(398)	(398)	-698	-698	21%
B Financijske obveze	(398)	(398)	(398)	-698	-698	21%
Novac u banci i blagajni	-	-	49	101	101	N/A
Novac i novčani ekvivalenti	-	-	49	101	101	N/A
Neto (dug)/višak novca	(398)	(398)	(349)	-597	-597	14%
Ostale stavke (neto)	-	-	-	-	-	N/A
Neto imovina/kapital	(2.917)	(3.255)	(4.112)	-4.783	-5.285	18%
Temeljni kapital	2.654	2.654	2.654	2.654	2.654	0%
Zadržana dobit/(preneseni gubitak)	(4.576)	(5.572)	(5.909)	-6.767	-7.437	14%
Dobit/(gubitak) razdoblja	(995)	(337)	(857)	-670	-502	-12%
Kapital i rezerve	(2.917)	(3.255)	(4.112)	-4.783	-5.285	18%

A	Trgovinski radni kapital Društva negativan je na 30Ruj-2024, dok se obveze prema dobavljačima odnose na dobavljače dobara.
B	Na 30Ruj-2024 Društvo ima iskazan neto dug od 597 EUR, dok se kratkoročne financijske obveze od 698 EUR odnose na primljene zajmove.

DIO 3

POSLOVNO OKRUŽENJE

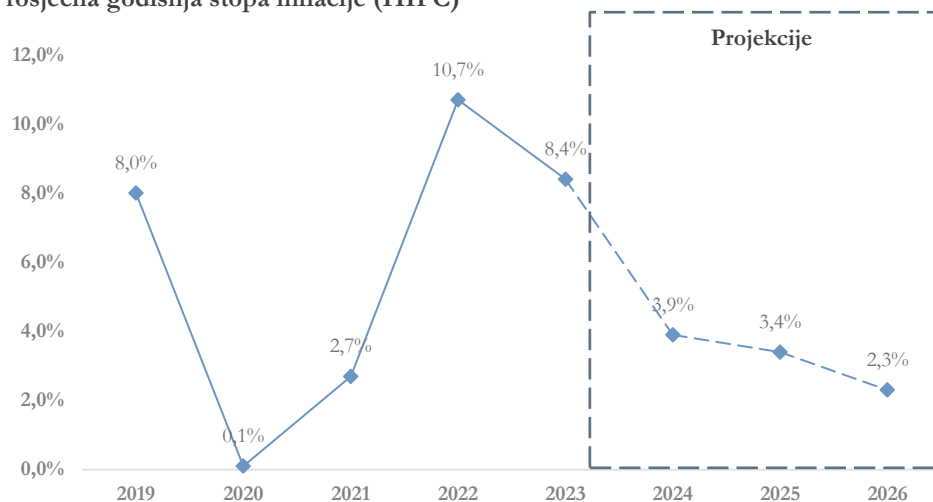
MAKROEKONOMSKI INDIKATORI

PODRUČJE	STR.
Makroekonomsko okruženje	41

MAKROEKONOMSKI INDIKATORI (1/2)

Predviđena godišnja stopa inflacije tijekom 2024. godine iznosi 3,9% što je znatan pomak u odnosu na iznadprosječno visoke stope tijekom 2022. i 2023. godine (8,4-10,7%). U narednim razdobljima predviđa se daljnji pad inflacije na razinu od 2,3-3,4%, uz istovremeno očekivane stope smanjenja nezaposlenosti, s trenutnih 5-6% na ispod 5%.

Prosječna godišnja stopa inflacije (HIPC)

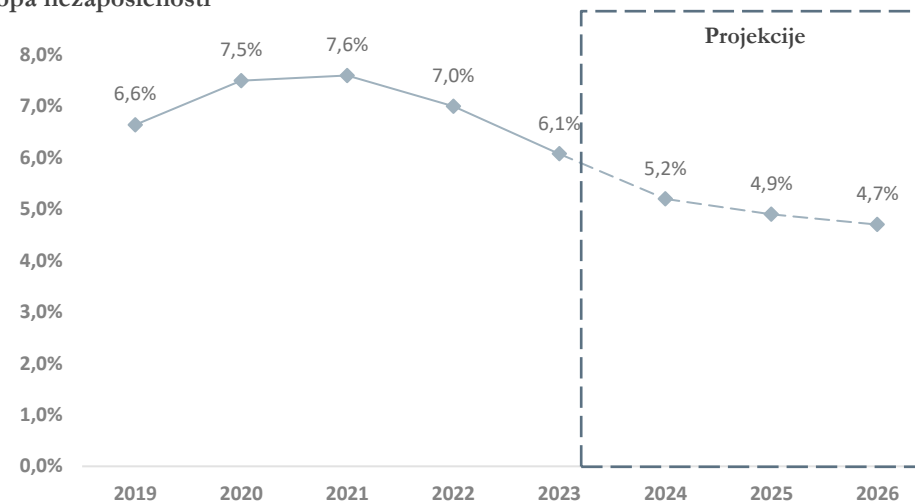


Izvor: HNB

Na grafikonu je prikazano kretanje prosječne godišnje stope inflacije mjerene harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena za razdoblje od 2019. do 2026. godine. Najviša stopa inflacije zabilježena je 2022. godine, što se pripisuje trgovinskim sankcijama uvedenima Rusiji zbog invazije na Ukrajinu. Navedene sankcije značajno su utjecale na rast cijena energenata, koji su se povećali u odnosu na prethodne godine. Primjena restriktivne monetarne politike pridonijela je usporavanju inflacije, što se pozitivno odrazilo na cijene energenata, prehrambenih i drugih sirovina na svjetskom tržištu. Dodatno, normalizacija globalnih lanaca opskrbe utjecala je na smanjenje uvoznih i proizvođačkih cijena na domaćem tržištu.

Makroekonomski analitičari projiciraju daljnji pad inflacije s očekivanim stopama od 3,9% u 2024., 3,4% u 2025. i 2,3% u 2026. godini.

Stopa nezaposlenosti



Izvor: HNB

Grafikon prikazuje kretanje stope nezaposlenosti u periodu od 2019. do 2026. godine. Tijekom prve tri godine promatranog razdoblja stopa nezaposlenosti rasla je sa 6,6% u 2019. godini na 7,6% u 2021. godini, nakon čega bilježi trend smanjenja. Stopa nezaposlenosti u 2023. godini iznosila je 6,1%, što je smanjenje za 0,9 postotnih poena u odnosu na 2022. godinu. Stopa nezaposlenosti ne uključuje ekonomski neaktivne osobe kao što su dugotrajno nezaposleni, djeca ili umirovljenici.

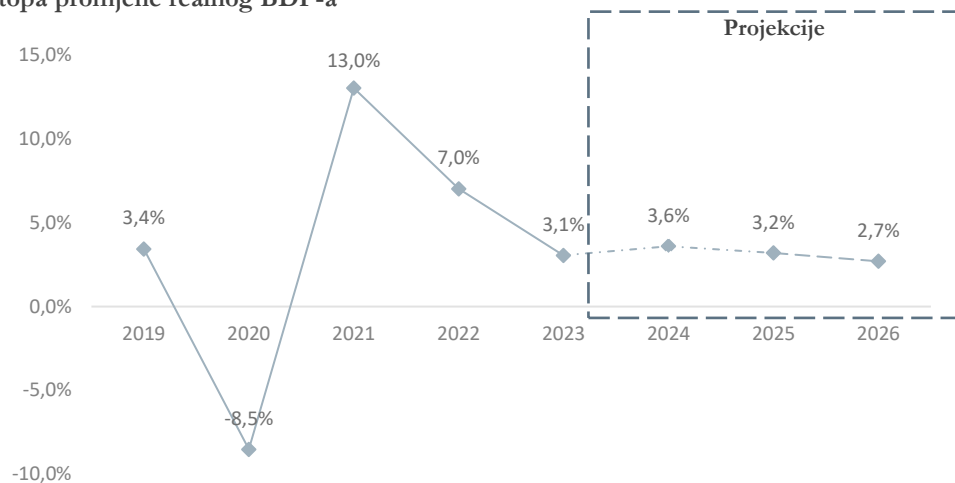
Negativni demografski trendovi i pozitivni trendovi ukupne zaposlenosti dovode do značajnih poremećaja na tržištu rada u vidu nedostatka (kvalitetne) radne snage što je ključan ekonomski izazov u Hrvatskoj.

Makroekonomski analitičari projiciraju smanjenje stope nezaposlenosti na 5,2% u 2024. godini, 4,9% u 2025. godini i 4,7% u 2026. godini.

MAKROEKONOMSKI INDIKATORI (2/2)

Predviđeno je daljnje usporavanje gospodarskog rasta, s očekivanim rastom od 3,2% u 2025. godini i 2,7% u 2026. godini. Projekcije UN-a sugeriraju snažan depopulacijski trend u Hrvatskoj te se predviđa da će se do kraja 2026. godine broj stanovnika smanjiti za 1,5% u odnosu na popis stanovništva iz 2021.godine.

Stopa promjene realnog BDP-a

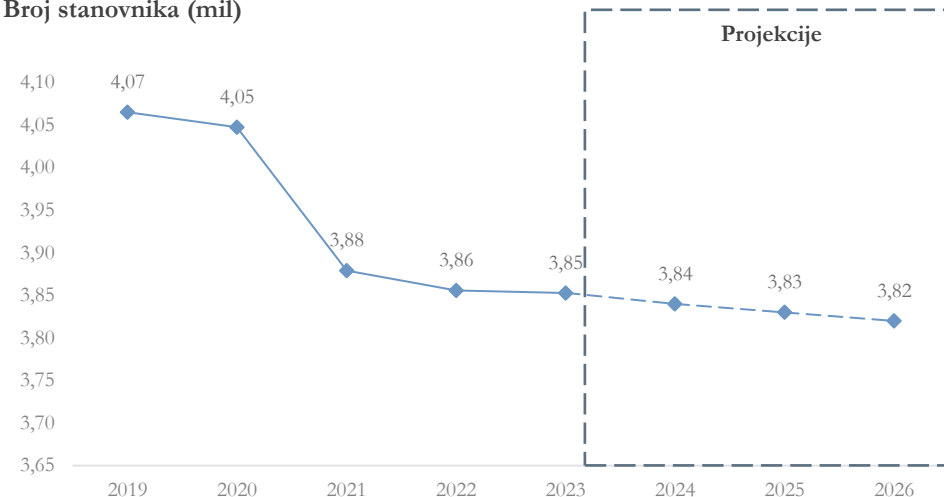


Izvor: HNB

Ovim grafikonom prikazane su stope promjene realnog BDP-a za razdoblje od 8 godina. U 2020. godini, s pojavom COVID-19 i uvođenjem protuepidemijskih mjera, poput zatvaranja ugostiteljskih objekata (restorana, kafića, noćnih klubova i slično), došlo je do smanjenja potrošnje i usporavanja gospodarske aktivnosti, što je rezultiralo padom BDP-a od 8,5% u odnosu na prethodnu godinu. Nakon postupnog popuštanja protuepidemijskih mjera i otvaranja gospodarstva u 2021. godini dolazi do snažnog oporavka realnog BDP-a koji je iznosio 13%. U 2022. i 2023. godini bilježi se usporavanje stope rasta BDP-a, što upućuje na stabilizaciju gospodarstva nakon razdoblja volatilnosti. U 2024. godini, makroekonomski analitičari projiciraju rast realnog BDP-a od 3,6%.

Prema projekcijama makroekonomskih analitičara, predviđa se daljnje usporavanje gospodarskog rasta, s očekivanim rastom od 3,2% u 2025. godini i 2,7% u 2026. godini.

Broj stanovnika (mil)



Izvor: UN

Prema podacima posljednjeg popisa stanovništva iz 2021. godine, u Republici Hrvatskoj živi nešto manje od 3,9 milijuna stanovnika, od čega 48% čine muškarci, a 52% žene. U usporedbi s prethodnim popisom iz 2011. godine, broj stanovnika smanjio se za više od 400.000 osoba, odnosno za 10%.

Ukupno stanovništvo Hrvatske kontinuirano opada već gotovo tri desetljeća. Pad broja stanovnika započeo je ranije i odvija se znatno većim intenzitetom u odnosu na demografske trendove na europskoj razini.

Prema projekcijama UN-a, Hrvatsku očekuje snažan depopulacijski trend te se predviđa da će se do kraja 2026. godine broj stanovnika smanjiti za 1,5% u odnosu na broj zabilježen na posljednjem popisu stanovništva iz 2021. godine.

DIO 4

METODOLOGIJA VREDNOVANJA

PRISTUP I METODE PROCJENE VRIJEDNOSTI POSLOVANJA

PODRUČJE	STR.
Pristup i metode vrednovanja	44
Aplicirani pristup i metode	47

PRISTUP I METODE VREDNOVANJA

Tradicionalni pristupi i metode vrednovanja poslovanja



PRISTUP I METODE VREDNOVANJA

Pristupi i metode vrednovana poslovanja

a) 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.

Najčešće korištena metoda je metoda diskontiranog novčanog tijeka („DCF”).

DCF metoda

- Prema DCF metodi vrijednost imovine koja se vrednuje temelji se na očekivanim budućim novčanim tokovima, diskontiranim na sadašnju vrijednost po stopi koja odražava očekivane prinose i rizike povezane s ostvarenjem novčanih tokova. Ukupna vrijednost utvrđuje se kao sadašnja vrijednost budućih slobodnih novčanih tokova.
- Kod vrednovanja poduzeća, projiciraju se slobodni novčani tijekovi te se diskontiraju za eksplicitno predviđeno razdoblje i trajnu (terminalnu) vrijednost nakon toga. Slobodni novčani tokovi predstavljaju gotovinu koja je dostupna za distribuciju i svim investitorima u poduzeće (vlasnicima i kreditorima).
- Diskontna stopa je ponderirani prosječni trošak kapitala („WACC”), temeljen na optimalnoj strukturi kapitala u odnosu na stvarnu strukturu kapitala. WACC je prikladna diskontna stopa za izračunavanje sadašnje vrijednosti budućih novčanih tokova budući da uzima u obzir i rizik kapitala i duga te omjer duga i kapitala tvrtke.
- Trajna (terminalna) vrijednost izračunava se na temelju poslovnog potencijala za daljnji rast nakon eksplicitnog razdoblja predviđanja. Primjenjuje se “model konstantnog rasta” koji podrazumijeva očekivanu konstantnu stopu rasta (zauvijek) novčanih tokova.
- Faktor diskontiranja (stopa diskontiranja budućih novčanih tokova) ne odražava samo vremensku vrijednost novca, već i rizik povezan s budućim poslovanjem poduzeća.
- Tako izvedena vrijednost poslovanja/tvrtke dodatno se smanjuje za vrijednost duga, ako postoji, (neto novca i novčanih ekvivalenata) kako bi se dobila vrijednost za vlasnike poslovanja. Višak imovine/neoperativna imovina također se usklađuje.

a) Tržišni pristup

Tržišni pristup indicira vrijednost društva temeljem cijene dionice na uređenom (aktivnom) tržištu, temeljem usporedbe predmetnog društva sa usporedivim društvima koja se bave sličnim poslovnim aktivnostima i čijim se dionicama trguje na uređenim tržišnim kapitala ili koja su dio javnih ili privatnih transakcija. U okviru tržišnog pristupa vrijednost društva može se procijeniti kroz metodu tržišne cijene, metodu usporedivih društava ili metodu usporedivih transakcija.

Najčešće korištene metode:

- Metoda tržišne cijene (Market Price Method)
- Metoda usporedivih društava (Comparable Company Method ili skraćeno „CCM”).
- Metoda usporedivih transakcija (Comparable Transactions Method ili skraćeno „CTM”).

Metoda tržišne cijene

- Prema ovoj metodi, tržišna cijena dionice koja se kotira na uređenom tržištu obično se smatra fer vrijednošću vlasničkih dionica tog društva gdje takve kotacije proizlaze iz dionica kojima se redovito i slobodno trguje. Tržišna vrijednost općenito odražava percepciju investitora o tržišnoj vrijednosti tvrtke.

Metoda usporedivih društava („CCM”)

- Prema CCM metodi vrijednost kompanije se utvrđuje na temelju multiplikatora vrijednosti izvedenih iz vrednovanja usporedivih kompanija, što se očituje kroz tržišnu vrijednost njihovih dionica koje kotiraju na uređenim tržištima i kojima se aktivno trguje. Ova metoda temelji se na načelu da se tržišne transakcije dionicama usporedivih kompanija odvijaju između informiranih kupaca i informiranih prodavatelja te da uključuju sve čimbenike relevantne za procjenu. Relevantne multiplikatore vrijednosti treba pažljivo odabrati i prilagoditi razlikama između okolnosti.
- Vrijednost dobivenu primjenom ove metode potrebno je prilagoditi za vrijednost potencijalnih obveza, viška imovine i benefita koji se plaćaju povlaštenim dioničarima, ako ih ima, kako bi se došlo do vrijednosti za dioničare.

PRISTUP I METODE VREDNOVANJA

Metoda usporedivih transakcija (“CTM”)

- Prema CTM metodi vrijednost kompanije može se procijeniti analizom cijene koju su platili kupci za sličnu kompaniju u sličnim tržišnim okolnostima. Ovo je metoda vrednovanja u kojoj će se uspoređivati recentne tržišne transakcije kako bi se procijenila trenutna vrijednost ciljane kompanije.

c) Troškovni pristup:

Troškovni pristup temelji se na načelu supstitucije, putem koje kupac imovine nije spreman platiti više nego što bi bili troškovi zamjene s imovinom iste funkcionalnosti. Troškovni pristup razmatra tržišnu vrijednost imovine i obveza, bez obzira na njenu iskazanu knjigovodstvenu vrijednost. 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.

Metoda neto vrijednosti imovine (“NAV”)

- Metoda neto vrijednosti imovine (“NAV”) prema troškovnom pristupu, razmatra imovinu i obveze, uključujući nematerijalnu imovinu i potencijalne obveze. Neto imovina, nakon smanjenja davanja povlaštenim dioničarima, ako ih ima, predstavlja vrijednost društva.
- NAV metoda je prikladna u slučaju kada je glavna snaga poslovanja njegova aktiva, a ne kapacitet ili potencijal za ostvarivanje dobiti.
- Ovaj pristup vrednovanja uglavnom se koristi u slučajevima kada baza imovine dominira u odnosu na sposobnost zarade. Nedostatak ovog pristupa je što ne uzima u obzir potencijal poslovanja društva, odnosno uporabu imovine.

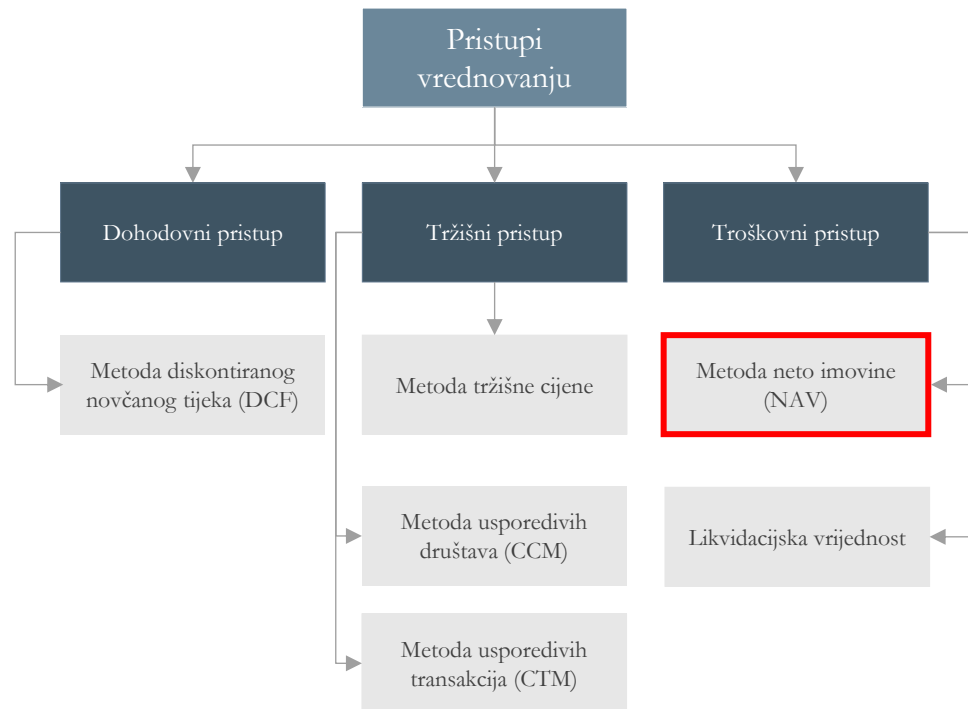
Likvidacijska vrijednost

- Likvidacijska vrijednost, u odnosu na NAV metodu, uzima u obzir i dodatne troškove likvidacije poduzeća u slučaju takvog ishoda.
- Moguće je razmotriti pretpostavku (i) urednog postupka likvidacije ili (ii) prisilnog postupka likvidacije.

APLICIRANI PRISTUP I METODE

Za potrebe donošenja zaključka o vrijednosti, a uzimajući u obzir predmet i svrhu procjene, koristili smo dohodovni pristup vrednovanju.

Pregled i odabir pristupa i metoda vrednovanja



Obrazloženje korištenog pristupa i metode vrednovanja

Vrijednost vlasničke glavnice izračunata je primjenom NAV metode kao vrijednost prilagođena vrijednost imovine umanjena za prilagođenu vrijednost obveza.

- **Dohodovni pristup:** Pod pretpostavkom sadašnje upotrebe, stvarna vrijednost poslovanja Društva odražavala bi se u budućem potencijalu zarade korištenjem temeljne imovine (stavljanjem iste u upotrebu). Obzirom na činjenicu da Savjetnik u trenutku izrade ovog Izvještaja ne raspolaže poslovnim planom Društva niti informacijama managementa vezanim uz buduća i očekivana kretanja poslovanja i poslovnih rezultata, Savjetnik je odbacio dohodovni pristup kao metodu procjene.
- **Tržišni pristup:** Metode tržišnog pristupa (CTM i CCM) pretpostavljaju da se vrijednost tvrtke može odrediti usporedbom s vrijednosnim parametrima dobivenim iz dovršenih nedavnih transakcija (M&A) i cijenama dionica usporedivih kompanija (peer grupe). Nismo koristili ovaj pristup jer dionice Društva ne kotiraju na uređenom tržištu čime smo isključili primjenu metode tržišne cijene i CCM metode, a CTM metodu nismo koristili radi nemogućnosti identifikacije uzorka društava koje su bile predmet recentnih transakcija (M&A), a koje su prema profilu, veličini i rizicima usporedive s Društvom.
- **Troškovni pristup:** Obzirom na činjenicu da Društvo nema značajnih stavki imovine te da ne ostvaruje prihode iz poslovnih aktivnosti, ova metoda procjene smatra se najprikladnijom za utvrđivanje fer vrijednosti vlasničkog kapitala Društva.

Značenje

Korištena metoda

DIO 5

TROŠKOVNI PRISTUP

PROCJENA VRIJEDNOSTI PRIMJENOM METODE NETO IMOVINE

PODRUČJE	STR.
Primjena i izračun metodom neto imovine (NAV)	49

IZRAČUN VRIJEDNOSTI PRIMJENOM NAV METODE

Na temelju činjenica i pretpostavki primjenom NAV metode, procjenjujemo da je fer vrijednost vlasničkog kapitala Društva jednaka 0 EUR prema podacima na dan 30.09.2024. godine.

- Izračun vrijednosti vlasničke glavnice društva Fulcio izvršen je temeljem metode neto vrijednosti imovine.
- Unatoč činjenici da Savjetnik nije zaprimio analitiku potraživanja od kupaca, obveza prema dobavljačima, ročnu strukturu potraživanja i obveza, prema dostupnim podacima razvidno je da obveze značajno premašuju imovinu Društva, što implicira da je vrijednost vlasničkog kapitala jednaka 0 EUR.
- Knjigovodstvena vrijednost imovine Subjekta na datum 30.09.2024. iznosila je 261 EUR, a sastojala se pretežito od novca u banci i blagajni. Ostatak imovine odnosi se na potraživanja od kupaca te ostala potraživanja.
- Knjigovodstvena vrijednost obveza Subjekta na datum 30.09.2024. iznosila je 5.546 EUR, a sastojala se pretežito od obveza prema dobavljačima. Ostatak obveza odnosi se na kratkoročne financijske obveze.

EUR	30.9.2024		30.9.2024
	Ostvareno	Prilagodba	Fer vrijednost
Dugotrajna imovina	-	-	-
Potraživanja od kupaca	40	-	40
Ostala potraživanja	120	-	120
Novac u banci i blagajni	101	-	101
Aktivna vremenska razgraničenja	-	-	-
Kratkotrajna imovina	261	-	261
(A) Ukupna imovina	261	-	261
Dugoročne obveze	-	-	-
Kratkoročne financijske obveze	698	-	698
Obveze prema dobavljačima	4.384	-	4.384
Ostale kratkoročne obveze	464	-	464
Kratkoročne obveze	5.546	-	5.546
(B) Ukupne obveze	5.546	-	5.546
(A – B) Neto imovina	-5.285	-	-5.285

Metoda neto vrijednosti imovine

- Troškovni pristup temelji se na načelu supstitucije, putem koje kupac imovine nije spreman platiti više nego što bi bili troškovi zamjene s imovinom iste funkcionalnosti. Troškovni pristup razmatra tržišnu vrijednost imovine i obveza, bez obzira na njenu iskazanu knjigovodstvenu vrijednost. Razlika između procijenjene fer tržišne vrijednosti imovine i obveza predstavlja vrijednost kapitala.
- Metoda neto vrijednosti imovine (“NAV”) prema troškovnom pristupu, razmatra imovinu i obveze, uključujući nematerijalnu imovinu i potencijalne obveze. Neto imovina, nakon smanjenja davanja povlaštenim dioničarima, ako ih ima, predstavlja vrijednost društva.
- Oduzimanjem vrijednosti obveza od vrijednosti imovine, dolazi se do vrijednosti 100% udjela u društvu Fulcio d.o.o.



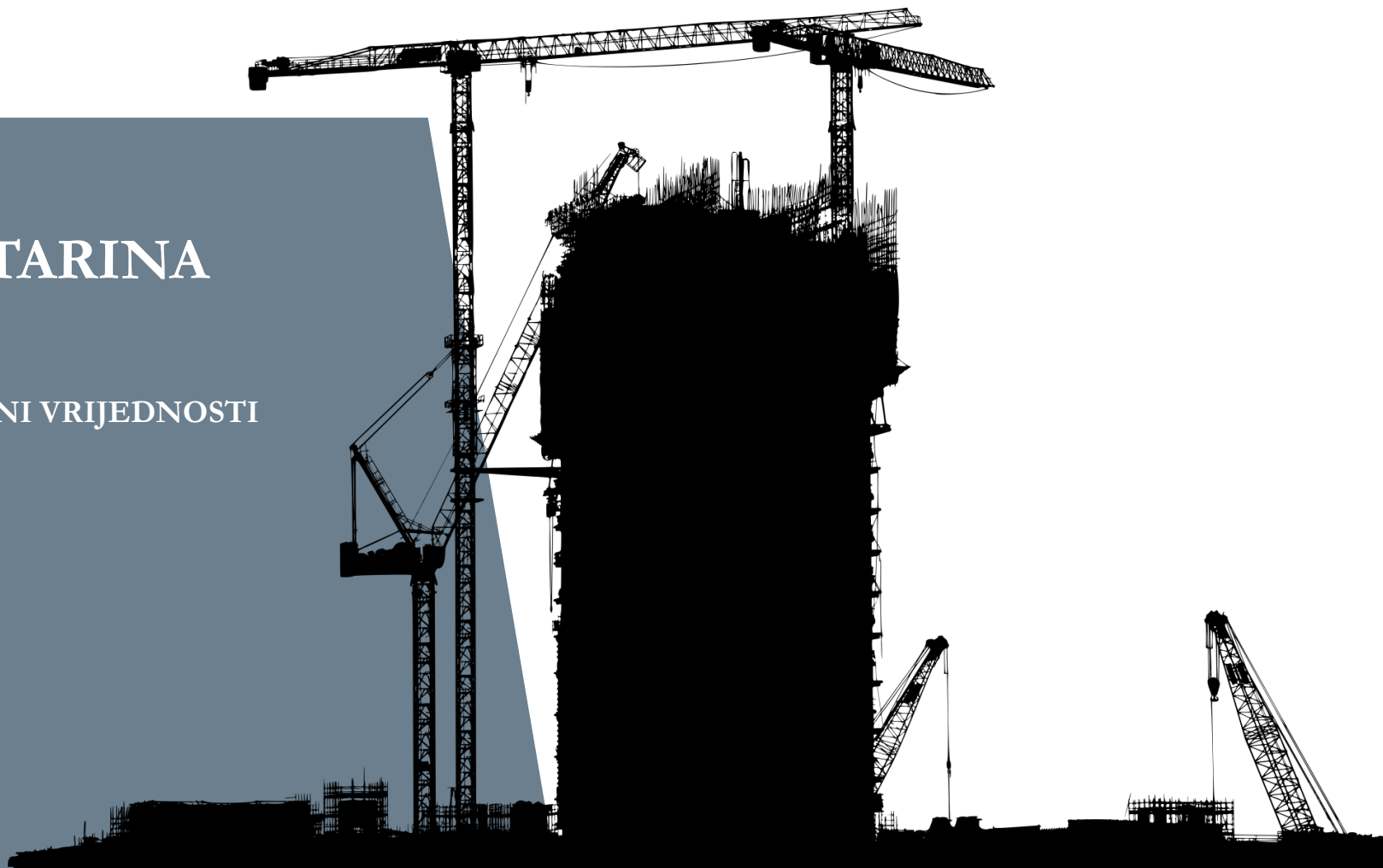
MARČINKOVIĆ
& PARTNERI

HOTEL KATARINA 2009 D.O.O.

IZVJEŠTAJ O PROCJENI VRIJEDNOSTI

31. SIJEČNJA 2025.

OGRANIČENA UPOTREBA



SKRAĆENICE

Skraćenica	Opis
MP, Savjetnik	Marčinković i partneri d.o.o., Ulica grad Vukovara 269g, Zagreb, Hrvatska
Klijent	MUCIĆ & Co d.o.o. u stečaju, Ulica 4. gardijske brigade 5, Dugopolje
Društvo ili HOTEL KATARINA	HOTEL KATARINA 2009, d.o.o., Ulica Matice hrvatske 4, Dugopolje
CAPEX	Kapitalni izdaci (Capital expenditures)
CAPM	Capital Asset Pricing Model
HNB	Hrvatska narodna banka
DCF	Diskontirani novčani tijek (Discounted Cash Flow)
DIO	Dani vezivanja zaliha (Days inventory turnover)
DSO	Dani naplate potraživanja (Days sales outstanding)
DPO	Dani plaćanja dobavljača (Days payables outstanding)
DLOM	Diskont za nedostatak utrživosti (Discount for lack of marketability)
EBIT	Dobit prije kamata i poreza (Earnings before interest and tax)
EBITDA	Dobit prije kamata, poreza i amortizacije (Earnings before interest, tax, depreciation and amortisation)
NOPAT	Neto operativna dobit umanjena za prilagođeni porez (Net operating profit less adjusted taxes)
IVS	Međunarodni standardi za procjene vrijednosti (International Valuation Standards)
KV	Knjigovodstvena vrijednost
WACC	Prosječni ponderirani trošak kapitala (Weighted average cost of capital)

SADRŽAJ

1	SAŽETAK	53
2	OPĆI I FINANCIJSKI PREGLED DRUŠTVA	58
3	POSLOVNO OKRUŽENJE	62
4	METODOLOGIJA VREDNOVANJA	65
5	DOHODOVNI PRISTUP	70

DIO 1

SAŽETAK

SAŽETAK PROCJENE VRIJEDNOSTI

PODRUČJE	STR.
Parametri vrednovanja	54
Zaključak analize	57

PARAMETRI VREDNOVANJA (1/3)

Ključni parametar	Opis
Predmet i svrha Izvještaja	<p>Marčinković i partneri d.o.o. („MP”) angažirani su od strane rukovodstva društva MUCIĆ & Co d.o.o. u stečaju („Klijent”) kako bi izrazili svoje mišljenje i zaključke o tržišnoj vrijednosti udjela u društvu HOTEL KATARINA 2009, d.o.o., koristeći preliminarne financijske izvještaje na dan 30.09.2024. godine.</p> <p>Predmet ovog Izvještaja je procjena fer vrijednosti Društva, a koju će Klijent koristiti za interne potrebe menadžmenta.</p>
Datum i valuta Izvještaja	<p>Fer vrijednost procijenjena je na dan 30.09.2024. godine („Datum procjene”).</p> <p>Osim ako nije drugačije naznačeno, brojke predstavljene u ovom Izvještaju prikazane su u tisućama Eura („000 EUR”).</p>
Primatelj izvještaja	<p>Namjeravani primatelj i korisnik ovog Izvještaja je Klijent.</p>
Osnova vrijednosti	<p>Za navedenu svrhu korišten je standard “Fer vrijednost”, definiran prema IVS kao procijenjeni iznos za koji bi neka imovina ili obveza mogla biti razmijenjena na datum procjene između voljnog kupca i voljnog prodavatelja po tržišnim uvjetima nakon prikladnog oglašavanja, te kada su obje strane postupile upućeno, razborito i bez prisile.</p>
Premisa vrijednosti	<p>Fer vrijednost procijenjena je na osnovu premise trenutne upotrebe (Value in use) koja pretpostavlja korištenje imovine prema trenutnim okolnostima, a ne onim okolnostima koje bi maksimizirale potencijal i stvorile najveću vrijednost za vlasnika (Highest and best use).</p> <p>Premisa vrijednosti korištena u procjeni jest vremenska neograničenost poslovanja (eng. Going Concern). Ova premisa vrijednosti podrazumijeva:</p> <ul style="list-style-type: none">• da će menadžment kompanije koristiti samo one financijske i operativne strategije koje će maksimizirati vrijednost kompanije;• da nema nesigurnosti vezanih za buduće događaje, kao što su poslovni gubici koji se ponavljaju ili financijske poteškoće, koji bi doveli u pitanje fundamentalnu pretpostavku da kompanija može nastaviti vremenski neograničeno poslovati. <p>Vrijednost je procijenjena ne uzimajući u obzir transakcijske troškove i bez usklađivanja za bilo koje poreze koje bi bilo koja strana plaćala kao izravnu posljedicu transakcije.</p> <p>Također, faktori specifični za određenog kupca ili prodavatelja koji nisu dostupni sudionicima na tržištu isključeni su iz ulaznih parametara koji se koriste u predmetnoj analizi. Dakle, procijenjena tržišna vrijednost ne odražava atribute imovine koji su vrijedni za određenog vlasnika ili kupca i koji nisu dostupni drugim kupcima na tržištu (npr. dodatna vrijednost kroz stvaranje portfelja sredstava, sinergije, porezne olakšice ili porezna opterećenja jedinstvena za subjekt, i sl.).</p>

PARAMETRI VREDNOVANJA (2/3)

Ključni parametar	Opis
Izvor informacija i provedeni postupci	<p>Informacije korištene od strane MP-a kod pripreme ovog Izvještaja prikupljene su iz različitih izvora, kako je navedeno u Dodatku 1 ovog Izvještaja.</p> <p>Postupci koje smo slijedili u skladu su s općim načelima vrednovanja u vezi s vrednovanjem društava s ograničenom odgovornošću. Razmotrili smo općeprihvaćene čimbenike uključujući, ali ne ograničavajući se na, sljedeće:</p> <ul style="list-style-type: none">• Prirodu poslovanja, rizici kojima je podložno poslovanje, povijesni obrasci rasta i buduća razmatranja;• Opću gospodarsku perspektivu, položaj industrije u postojećem gospodarstvu i položaj poduzeća unutar svoje industrije;• Knjigovodstvenu vrijednost i opće financijsko stanje poslovanja;• Sposobnost poslovanja za isplatu dividende;• Postojanje podcijenjenih materijalnih i nematerijalnih vrijednosti;• Sve nedavne prodaje udjela tvrtke;• Tržišnu cijenu dionica, udjela ili imovine tvrtki koje se bave srodnim djelatnostima gdje se takvim dionicama trguje na burzi; i• Druge činjenice i okolnosti za koje smo procijenili da su važne za ukupnu vrijednost. <p>Angažman nije uključivao dodatnu provjeru i verifikaciju dostavljenih i javno dostupnih informacija. Sukladno tome, naša indikativna financijska analiza Društva te shodno tome i indikativna (desktop) analiza vrijednosti Društva je ograničena i ovisna o kvaliteti i dostupnosti pripremljenih podataka, za koje ne preuzimamo nikakvu odgovornost i ne iznosimo stavove vezane za točnost i potpunost niti izdajemo uvjerenje u tom smislu.</p>
Ograničenja i pretpostavke	<p>Projekcije poslovanja korištene u ovom izvještaju sadrže određene stavove, procjene i projekcije u odnosu na očekivane buduće rezultate Društva. Takvi stavovi, procjene i projekcije pripremljene su od strane rukovodstva Društva i ne moraju se pokazati točnima. U ovome Izvještaju ne dajemo nikakvo mišljenje ili stajalište vezano uz točnost takvih stavova, procjena i projekcija jer u stvarnosti obično postoje odstupanja između procjena i stvarnih rezultata, a ta odstupanja mogu biti materijalno značajna. Također, poslovanje Društva izloženo je čimbenicima na koje Društvo ne može utjecati, poput makroekonomskih čimbenika (kretanje BDP a RH i sl.), geopolitičkih problema (invazija Rusije na Ukrajinu, nemiri na bliskom istoku), više sile i sl.</p>

PARAMETRI VREDNOVANJA (3/3)

Ključni parametar	Opis
Korištena metodologija	<p>Iako se pristupi i metode procjene vrijednosti i detalji analiza razlikuju između pojedinih subjekata, postoje tri opće prihvaćena pristupa koja se koriste za procjene vrijednosti kompanije:</p> <ul style="list-style-type: none">• Dohodovni pristup• Tržišni pristup• Troškovni pristup <p>U okviru tri osnovna pristupa može se koristiti nekoliko metoda za procjenu vrijednosti.</p> <p>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, materijalne i nematerijalne imovine.</p> <p>Tržišni pristup indicira vrijednost društva temeljem tržišnih parametara koji se mogu promatrati temeljem (i) cijene dionice na uređenom (aktivnom) tržištu, (ii) usporedbe predmetnog društva sa usporedivim društvima koja se bave sličnim poslovnim aktivnostima i čijim se dionicama trguje na uređenim tržištima kapitala ili (iii) koja su dio javnih ili privatnih transakcija.</p> <p>Troškovni pristup temelji se na načelu supstitucije, putem koje kupac imovine nije spreman platiti više nego što bi bili troškovi zamjene s imovinom iste funkcionalnosti. Troškovni pristup ne uzima u obzir potencijal zarada poslovnog subjekta.</p> <p>Troškovni pristup 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.</p> <p>Kako bismo došli do zaključka vrijednosti, koristili smo dohodovni pristup vrednovanju.</p> <p>Molimo pogledajte poglavlje 4 za detaljno objašnjenje svake od metoda procjene vrijednosti te razloge odabira pojedine metode.</p>
Ključne pretpostavke vrijednosti	<p>Ključna pretpostavka procjene vrijednosti vlasničkog kapitala Društva je da imovina društva nije opterećena nikakvim založnim pravima ili obvezama, nastalim temeljem sudužništva, garancije za tuđi dug ili slično. Ova pretpostavka omogućuje procjenu vrijednost vlasničkog kapitala, ne uzimajući u obzir eventualne terete ili obveze koje bi mogle umanjiti vrijednost vlasničkog kapitala. MP ne preuzima odgovornost niti izražava mišljenje o informacijama koje nije zaprimio tijekom rada, a koji bi mogli utjecati na Društvo i/ili njegovo poslovanje i vrijednost.</p>

ZAKLJUČAK ANALIZE

Na temelju činjenica i pretpostavki primjenom DCF metode, procjenjujemo da je fer vrijednost vlasničkog kapitala Društva jednaka 87.000 EUR prema podacima na dan 30.09.2024. godine.

Pristup i metodologija

Marčinković i partneri d.o.o. („MP” ili „Savjetnik”) izvršili su procjenu fer vrijednosti kapitala društva HOTEL KATARINA na dan 30.09.2024. godine na temelju financijskih izvješća za razdoblje od 2020. do 2023. godine te preliminarnih financijskih izvješća na dan 30.09.2024., uz dostupne javne podatke.

Financijske projekcije pripremljene su temeljem dostavljenih i javno dostupnih podataka, a uključuju projekcije računa dobiti i gubitka, neto duga, planiranih investicija te radnog kapitala.

U svrhu izračuna vrijednosti razmotrili smo općeprihvaćene pristupe i metode vrednovanja poslovanja, te koristili sljedeće:

Pristup	Metoda
Dohodovni pristup	Metoda diskontiranog novčanog tijeka („DCF”)

- DCF metoda procjenjuje ekonomsku vrijednost tvrtke diskontirajući projicirane slobodne novčane tokove na sadašnju vrijednost koristeći primjenjivu diskontnu stopu. Ovaj smo pristup koristili radi činjenice da uzima u obzir budući potencijal zarada i fundamentalne vrijednosti Društva, te s obzirom na predmet i svrhu procjene najbolje odražava vrijednost kompanije temeljem premise trenutne upotrebe imovine.

Razlog nekorisćenja ostalih pristupa i metoda vrednovanja:

- Metode tržišnog pristupa (tržišna cijena, CTM i CCM) pretpostavljaju da se vrijednost tvrtke može odrediti usporedbom s vrijednosnim parametrima dobivenim iz dovršenih nedavnih transakcija (M&A) i cijenama dionica usporedivih tvrtki (peer grupe). Nismo koristili ovaj pristup jer dionice Društva ne kotiraju na uređenom tržištu čime smo isključili primjenu metode tržišne cijene i CCM metode, a CTM metodu nismo koristili s obzirom da nismo identificirali dovoljan uzorak društava koje su bile predmet recentnih transakcija kupoprodaje udjela, a koje su prema profilu, veličini i izloženosti rizicima dovoljno usporedive s Društvom.
- Statički pristup vrednovanju nismo koristili uvažavajući pretpostavku nastavka poslovanja, odnosno činjenici da ne postoje naznake obustave poslovanja i pretpostavci da je prema povijesnim rezultatima i projekcijama poslovanja, vrijednost Društva veća od korištenja imovine nego od hipotetske prodaje imovine na pojedinačnoj osnovi.

Zaključak

S obzirom na prethodno navedeno, mišljenja smo kako je **indikativna tržišna vrijednost 100% vlasničkog kapitala Društva na dan 30.09.2024. godine jednaka 87.000 EUR**, strukturirano kako slijedi:

000 EUR	Metoda	Fer vrijednost
Vrijednost poslovanja (Enterprise value)	DCF	4.376
Neto (dug)/višak novca na dan 30.09.2024.	KV	(4.289)
Vrijednost kapitala (Equity value)		87

- Vrijednost poslovanja izračunata je primjenom DCF metode kao ukupna sadašnja vrijednost budućih novčanih tokova na osnovu projekcija poslovanja u skladu s povijesno ostvarivim maržama, bez značajnijih restrukturiranja, povećanja kapaciteta imovine ili njene učinkovitosti.
- Nadalje, prilagodili smo vrijednost poslovanja za iznos neto (duga)/viška novca na Datum procjene i za pretpostavljeni iznos otpisa potraživanja te smo došli do vrijednosti kapitala od 87.000 EUR (zaokruženo).
- Na osnovu primjene analize osjetljivosti procjene na promjene u ključnim parametrima, možemo zaključiti kako se očekivani raspon vrijednosti kreće između 0 i 355.000 EUR.

Rezultat analize vrednovanja ne predstavlja mišljenje o pravičnosti naknade (fairness opinion) ili investicijski savjet i ne treba se tako tumačiti. Naši zaključci ne služe kao zamjena za proces dubinskog snimanja, a financijske institucije ili bilo koja druga treća strana trebala bi izvršiti vlastiti dubinski snimak kako bi strukturirala moguću transakciju. Sukladno tome, ovo izvješće o procjeni vrijednosti nije namijenjeno u investicijske svrhe.

DIO 2

OPĆI I FINANCIJSKI PREGLED DRUŠTVA

PREGLED OSNOVNIH INFORMACIJA O DRUŠTVU

PODRUČJE	STR.
Opći podaci o Društvu	59
Pregled poslovanja	60
Pregled financijskog stanja	61

HOTEL KATARINA 2009

Hotel s četiri zvjezdice otvoren je 2009. godine u poslovnoj zoni Dugopolje, a isti je predan u najam društvu Northern Sunshine Farms 2020. godine na 30 godina. Tijekom pandemije hotel je zatvoren i od tada ne obavlja temeljnu djelatnost.

O hotelu

Hotel Katarina je hotel otvoren 2009. godine sa 181 smještajne jedinice i 403 ležaja, kategorije 4 zvjezdice koji se nalazi u Dugopolju na izlazu autoputa za Split. Prvi je hotel na području Dugopolja te zbog izuzetno dobrog položaja garantira brzu povezanost s gradom Splitom i brzorastućom poslovnom zonom Dugopolje.

Hotelski dio u šest katova uključuje 11 apartmana, 63 sobe i više konferencijskih dvorana. U potkrovlju su bazeni, dvije saune, teretana, kupelji i drugi pomoćni prostori. U sklopu hotela su i garaža s pomoćnim prostorima u podzemnoj etaži ukupne površine 1.173 m² te manja dvorana u prizemlju od 211 m². Na prvom su katu restoran i kuhinja ukupne površine 607 m². Na drugom je katu bar s terasom i površinom od 520 m².

Hotel se u rujnu 2009. godine po drugi puta našao na dražbi. Cijeli kompleks je na dražbi bio ponuđen u dva dijela, hotelski dio zgrade i poslovni dio zgrade. Hotelski dio zgrade procijenjen je na tri milijuna EUR, a na drugoj dražbi bio je ponuđen za 1,8 milijuna EUR, odnosno četvrtinu jeftinije.

Poslovni dio zgrade uključuje sedam poslovnih prostora koji se nalaze u podrumskoj i prizemnoj etaži te na prvom, drugom i trećem katu. Površine su od 298 do 696 m². Vrijednost poslovnih prostora procijenjena je na 1,73 milijuna EUR, a početna cijena na dražbi je bila 1,04 milijuna EUR.

Vlasnik društva Hotel Katarina 2009 d.o.o. je Mucić & Co. d.o.o. Društvo je vlasnik hotela na lokaciji u Dugopolju. Hotel Katarina 2009 d.o.o. je danas isključivo nekretninsko društvo. S obzirom da društvo Hotel Katarina 2009 d.o.o. operativno nije moglo popratiti poslovanje Hotela, isti je dan u zakup društvu NORTHERN SUNSHINE FARMS d.o.o., i to na razdoblje od 30 godina.

LOKACIJA

Udaljenost do tvrđave Klis 5 km ili cca 5 min. vožnje

Udaljenost do ostataka Salone 9 km ili cca 10 min. vožnje

Udaljenost do grada Splita 12 km ili cca 10 min. vožnje

Udaljenost do Dioklecijanove Palače 15 km ili cca 15 min. vožnje

Udaljenost do najbliže plaže 15 km ili cca 15 min. vožnje

Udaljenost do najbliže zračne luke (SPU) 23 km ili cca 25 min. vožnje



PREGLAD POSLOVANJA

Društvo tijekom promatranog perioda ne ostvaruje značajne prihode od temeljne djelatnosti, te se poslovanje Društva gotovo se u potpunosti odnosi na ostale poslovne prihode.

RDG (HOTEL KATARINA 2009)

000 EUR	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	YTD2024 (9m)	2020-2023
	Ostvareno	Ostvareno	Ostvareno	Ostvareno	Ostvareno	CAGR
Prihodi od prodaje	9	-	51	4	0	-24%
Ostali poslovni prihodi	7	-	777	87	1	132%
Poslovni prihodi	16	-	828	91	1	79%
Materijalni troškovi	(7)	(5)	(4)	-6	-3	-5%
Ostali troškovi	(6)	(1)	(6)	-7	-1	5%
Ostali poslovni rashodi	(1)	-	-	-7	-12	91%
Poslovni rashodi	(13)	(7)	(10)	-20	-16	15%
EBITDA - izvještajna	3	(7)	818	71	-15	187%
<i>EBITDA marža izvještajna</i>	<i>17,8%</i>	<i>N/A</i>	<i>98,8%</i>	<i>78,02%</i>	<i>-1500,00%</i>	<i>N/A</i>
Amortizacija	(175)	-	(636)	-309	0	21%
EBIT (na izvještajnu EBITDA)	(172)	(7)	182	-238	-15	11%
Financijski prihodi	32	24	25	0	0	-100%
Financijski rashodi	(171)	(335)	(148)	0	0	-100%
Neto financijski rezultat	(139)	(311)	(123)	0	0	-100%
Dobit prije poreza	(311)	(318)	59	-238	-15	-9%
Porez na dobit	-	-	-	-	-	N/A
Dobit/(gubitak) razdoblja	(311)	(318)	59	-238	-15	-9%
<i>Neto marža</i>	<i>-1985,4%</i>	<i>N/A</i>	<i>7,1%</i>	<i>-261,54%</i>	<i>-1500,00%</i>	<i>N/A</i>

A

Ostvareni poslovni prihodi se u prvih devet mjeseci FY2024 odnose prvenstveno na prihode od otpisa obveza u iznosu od 700 EUR. Glavnina prihoda u FY2022 odnosila se na ostale poslovne prihode, dok Društvo u FY2021 nije ostvarilo poslovne prihode.

PREGLED FINANCIJSKOG STANJA

Infrastrukturu Društva čine pojavišje građevinski objekti vrijednosti 7.179 tisuća EUR, dok je Društvo iznimno prezaduženo. Neto dug Društva iznosi 4.289 tisuća EUR. Financijske obveze odnose se primarno na kredit podignut pri HBOR-u.

Bilanca stanja - prilagođena (HOTEL KATARINA 2009)

000 EUR	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.9.2024	2020-2023
	Ostvareno	Ostvareno	Ostvareno	Ostvareno	Ostvareno	CAGR
Nematerijalna imovina	-	-	-	-	-	n/a
Materijalna imovina	8.074	8.074	7.438	7.129	7.179	-3,40%
Infrastruktura	8.074	8.074	7.438	7.129	7.179	-3,40%
Zalihe	9	9	9	7	7	-0,90%
Potraživanja od kupaca	14	15	371	13	12	167,70%
Obveze prema dobavljačima	-90	-92	-93	-143	-136	-0,90%
Trgovinski radni kapital	-67	-68	287	-123	-117	-262,40%
Ostala potraživanja	47	40	66	66	36	27,00%
Aktivna vremenska razgraničenja	4	2	-	-	-	-100,00%
Ostale kratkoročne obveze	-146	-126	-11	-11	-18	-57,70%
Ostali radni kapital	-96	-85	55	55	18	-179,10%
Neto radni kapital	-162	-153	342	-68	-99	-224,30%
Dugoročne financijske obveze	-3.617	-3.214	-7	0	0	-88,10%
Kratkoročne financijske obveze	-1.124	-1.805	-4.819	-4.697	-4.697	90,40%
Financijske obveze	-4.742	-5.019	-4.826	-4.697	-4.697	1,60%
Dugotrajna financijska imovina	83	33	33	30	25	-27,10%
Kratkotrajna financijska imovina	-	-	7	362	382	n/a
Novac u banci i blagajni	3	3	3	2	1	-28,00%
Novac i novčani ekvivalenti	85	36	42	394	408	-22,80%
Neto (dug)/višak novca	-4.657	-4.984	-4.784	-4.303	-4.289	2,00%
Ostale prilagodbe	-	-	-	-	-48	n/a
Ostale stavke (neto)	-	-	-	-	-48	n/a
Neto imovina/kapital	3.255	2.938	2.996	2.758	2.743	-5,60%
Temeljni kapital	8.999	8.999	8.999	8.999	8.999	0,00%
Zadržana dobit/(preneseni gubitak)	-5.434	-5.744	-6.062	-6.003	-6.241	6,40%
Dobit/(gubitak) razdoblja	-311	-318	59	-238	-15	-152,90%
Kapital i rezerve	3.255	2.938	2.996	2.758	2.743	-5,60%

A	<p>Građevinski objekti koji čine većinu infrastrukture Društva odnose se na zgrade hotele (hotel Katarina+ depadansa) neto knjigovodstvene vrijednosti 6.425 tisuća EUR, dok se ostatak odnosi na zemljište na kojima se nalaze građevinski objekti.</p>
B	<p>Trgovinski radni kapital Društva negativan je tijekom 30Ruj-2024, dok neto radni kapital iznosi negativnih 99 tisuća EUR.</p> <ul style="list-style-type: none"> Potraživanja od kupaca na 30Ruj-2024 iznose 12 tisuća EUR i odnose se ponajviše na kupce dobara. Ostala potraživanja se u prvom redu odnose na sumnjiva i sporna potraživanja iznosa 36 tisuće EUR.
C	<p>Društvo na 31Pro-2024 ima neto dug u iznosu od 4.289 tisuća EUR, dok se financijske obveze prvenstveno odnose na kredit podignut pri Hrvatskoj banci za obnovu i razvoj.</p>

DIO 3

POSLOVNO OKRUŽENJE

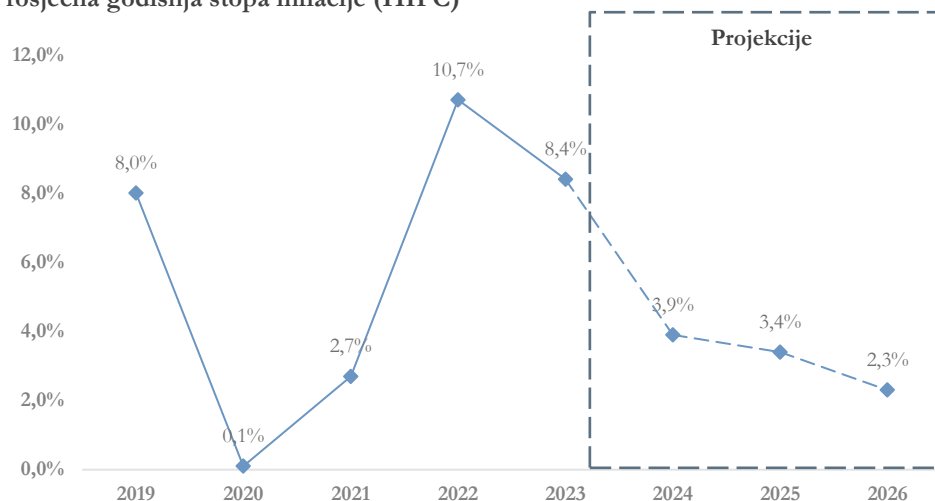
MAKROEKONOMSKI INDIKATORI

PODRUČJE	STR.
Makroekonomsko okruženje	63

MAKROEKONOMSKI INDIKATORI (1/2)

Predviđena godišnja stopa inflacije tijekom 2024. godine iznosi 3,9% što je znatan pomak u odnosu na iznadprosječno visoke stope tijekom 2022. i 2023. godine (8,4-10,7%). U narednim razdobljima predviđa se daljnji pad inflacije na razinu od 2,3-3,4%, uz istovremeno očekivane stope smanjenja nezaposlenosti, s trenutnih 5-6% na ispod 5%.

Prosječna godišnja stopa inflacije (HIPC)

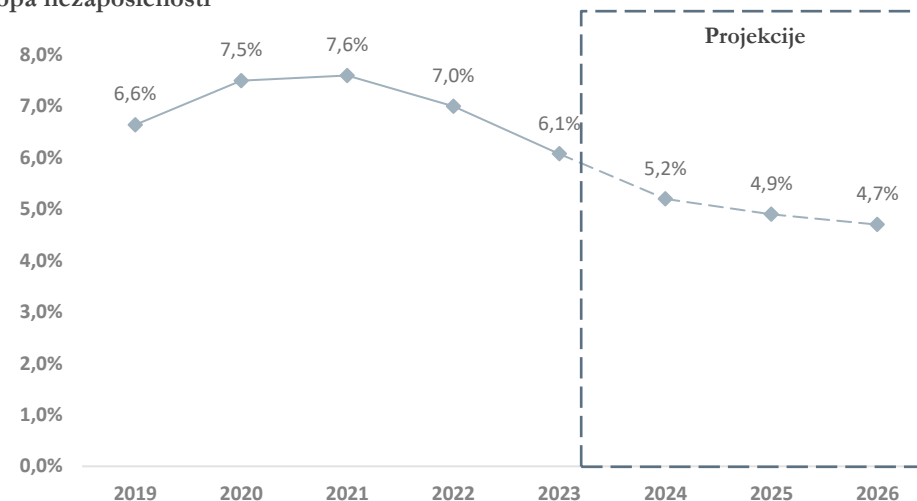


Izvor: HNB

Na grafikonu je prikazano kretanje prosječne godišnje stope inflacije mjerene harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena za razdoblje od 2019. do 2026. godine. Najviša stopa inflacije zabilježena je 2022. godine, što se pripisuje trgovinskim sankcijama uvedenima Rusiji zbog invazije na Ukrajinu. Navedene sankcije značajno su utjecale na rast cijena energenata, koji su se povećali u odnosu na prethodne godine. Primjena restriktivne monetarne politike pridonijela je usporavanju inflacije, što se pozitivno odrazilo na cijene energenata, prehrambenih i drugih sirovina na svjetskom tržištu. Dodatno, normalizacija globalnih lanaca opskrbe utjecala je na smanjenje uvoznih i proizvođačkih cijena na domaćem tržištu.

Makroekonomski analitičari projiciraju daljnji pad inflacije s očekivanim stopama od 3,9% u 2024., 3,4% u 2025. i 2,3% u 2026. godini.

Stopa nezaposlenosti



Izvor: HNB

Grafikon prikazuje kretanje stope nezaposlenosti u periodu od 2019. do 2026. godine. Tijekom prve tri godine promatranog razdoblja stopa nezaposlenosti rasla je sa 6,6% u 2019. godini na 7,6% u 2021. godini, nakon čega bilježi trend smanjenja. Stopa nezaposlenosti u 2023. godini iznosila je 6,1%, što je smanjenje za 0,9 postotnih poena u odnosu na 2022. godinu. Stopa nezaposlenosti ne uključuje ekonomski neaktivne osobe kao što su dugotrajno nezaposleni, djeca ili umirovljenici.

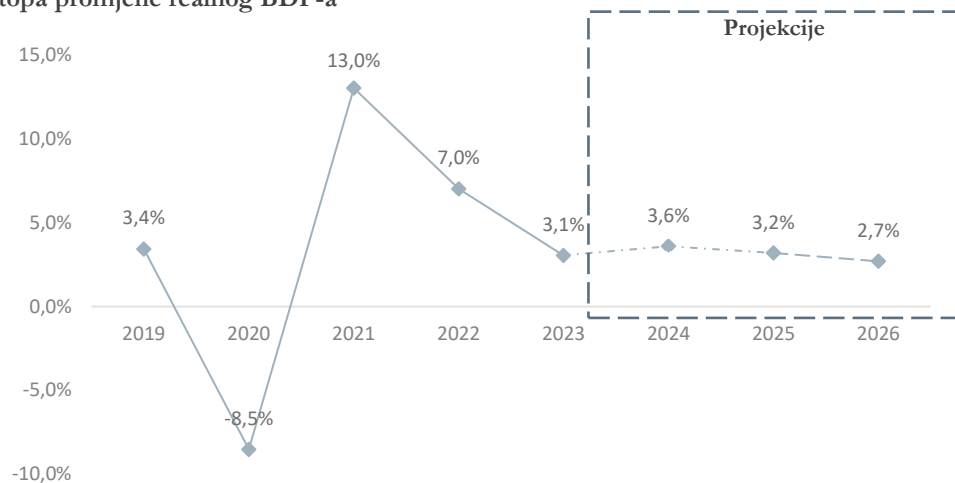
Negativni demografski trendovi i pozitivni trendovi ukupne zaposlenosti dovode do značajnih poremećaja na tržištu rada u vidu nedostatka (kvalitetne) radne snage što je ključan ekonomski izazov u Hrvatskoj.

Makroekonomski analitičari projiciraju smanjenje stope nezaposlenosti na 5,2% u 2024. godini, 4,9% u 2025. godini i 4,7% u 2026. godini.

MAKROEKONOMSKI INDIKATORI (2/2)

Predviđeno je daljnje usporavanje gospodarskog rasta, s očekivanim rastom od 3,2% u 2025. godini i 2,7% u 2026. godini. Projekcije UN-a sugeriraju snažan depopulacijski trend u Hrvatskoj te se predviđa da će se do kraja 2026. godine broj stanovnika smanjiti za 1,5% u odnosu na popis stanovništva iz 2021. godine.

Stopa promjene realnog BDP-a

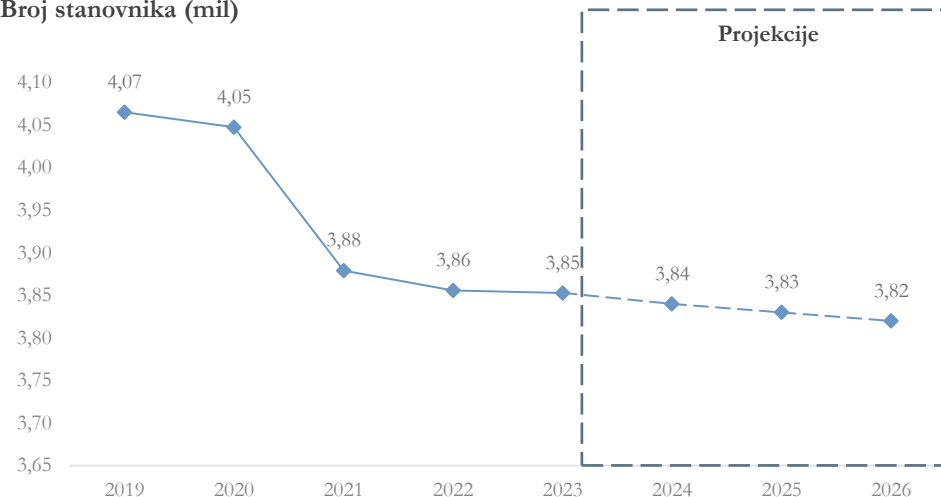


Izvor: HNB

Ovim grafikonom prikazane su stope promjene realnog BDP-a za razdoblje od 8 godina. U 2020. godini, s pojavom COVID-19 i uvođenjem protuepidemijskih mjera, poput zatvaranja ugostiteljskih objekata (restorana, kafića, noćnih klubova i slično), došlo je do smanjenja potrošnje i usporavanja gospodarske aktivnosti, što je rezultiralo padom BDP-a od 8,5% u odnosu na prethodnu godinu. Nakon postupnog popuštanja protuepidemijskih mjera i otvaranja gospodarstva u 2021. godini dolazi do snažnog oporavka realnog BDP-a koji je iznosio 13%. U 2022. i 2023. godini bilježi se usporavanje stope rasta BDP-a, što upućuje na stabilizaciju gospodarstva nakon razdoblja volatilnosti. U 2024. godini, makroekonomski analitičari projiciraju rast realnog BDP-a od 3,6%.

Prema projekcijama makroekonomskih analitičara, predviđa se daljnje usporavanje gospodarskog rasta, s očekivanim rastom od 3,2% u 2025. godini i 2,7% u 2026. godini.

Broj stanovnika (mil)



Izvor: UN

Prema podacima posljednjeg popisa stanovništva iz 2021. godine, u Republici Hrvatskoj živi nešto manje od 3,9 milijuna stanovnika, od čega 48% čine muškarci, a 52% žene. U usporedbi s prethodnim popisom iz 2011. godine, broj stanovnika smanjio se za više od 400.000 osoba, odnosno za 10%.

Ukupno stanovništvo Hrvatske kontinuirano opada već gotovo tri desetljeća. Pad broja stanovnika započeo je ranije i odvija se znatno većim intenzitetom u odnosu na demografske trendove na europskoj razini.

Prema projekcijama UN-a, Hrvatsku očekuje snažan depopulacijski trend te se predviđa da će se do kraja 2026. godine broj stanovnika smanjiti za 1,5% u odnosu na broj zabilježen na posljednjem popisu stanovništva iz 2021. godine.

DIO 4

METODOLOGIJA VREDNOVANJA

PRISTUP I METODE PROCJENE VRIJEDNOSTI POSLOVANJA

PODRUČJE	STR.
Pristup i metode vrednovanja	66
Aplicirani pristup i metode	69

PRISTUP I METODE VREDNOVANJA

Tradicionalni pristupi i metode vrednovanja poslovanja



PRISTUP I METODE VREDNOVANJA

Pristupi i metode vrednovana poslovanja

a) 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.

Najčešće korištena metoda je metoda diskontiranog novčanog tijeka („DCF”).

DCF metoda

- Prema DCF metodi vrijednost imovine koja se vrednuje temelji se na očekivanim budućim novčanim tokovima, diskontiranim na sadašnju vrijednost po stopi koja odražava očekivane prinose i rizike povezane s ostvarenjem novčanih tokova. Ukupna vrijednost utvrđuje se kao sadašnja vrijednost budućih slobodnih novčanih tokova.
- Kod vrednovanja poduzeća, projiciraju se slobodni novčani tijekovi te se diskontiraju za eksplicitno predviđeno razdoblje i trajnu (terminalnu) vrijednost nakon toga. Slobodni novčani tokovi predstavljaju gotovinu koja je dostupna za distribuciju i svim investitorima u poduzeće (vlasnicima i kreditorima).
- Diskontna stopa je ponderirani prosječni trošak kapitala (“WACC”), temeljen na optimalnoj strukturi kapitala u odnosu na stvarnu strukturu kapitala. WACC je prikladna diskontna stopa za izračunavanje sadašnje vrijednosti budućih novčanih tokova budući da uzima u obzir i rizik kapitala i duga te omjer duga i kapitala tvrtke.
- Trajna (terminalna) vrijednost izračunava se na temelju poslovnog potencijala za daljnji rast nakon eksplicitnog razdoblja predviđanja. Primjenjuje se “model konstantnog rasta” koji podrazumijeva očekivanu konstantnu stopu rasta (zauvijek) novčanih tokova.
- Faktor diskontiranja (stopa diskontiranja budućih novčanih tokova) ne odražava samo vremensku vrijednost novca, već i rizik povezan s budućim poslovanjem poduzeća.
- Tako izvedena vrijednost poslovanja/tvrtke dodatno se smanjuje za vrijednost duga, ako postoji, (neto novca i novčanih ekvivalenata) kako bi se dobila vrijednost za vlasnike poslovanja. Višak imovine/neoperativna imovina također se usklađuje.

a) Tržišni pristup

Tržišni pristup indicira vrijednost društva temeljem cijene dionice na uređenom (aktivnom) tržištu, temeljem usporedbe predmetnog društva sa usporedivim društvima koja se bave sličnim poslovnim aktivnostima i čijim se dionicama trguje na uređenim tržišnim kapitala ili koja su dio javnih ili privatnih transakcija. U okviru tržišnog pristupa vrijednost društva može se procijeniti kroz metodu tržišne cijene, metodu usporedivih društava ili metodu usporedivih transakcija.

Najčešće korištene metode:

- Metoda tržišne cijene (Market Price Method)
- Metoda usporedivih društava (Comparable Company Method ili skraćeno „CCM”).
- Metoda usporedivih transakcija (Comparable Transactions Method ili skraćeno „CTM”).

Metoda tržišne cijene

- Prema ovoj metodi, tržišna cijena dionice koja se kotira na uređenom tržištu obično se smatra fer vrijednošću vlasničkih dionica tog društva gdje takve kotacije proizlaze iz dionica kojima se redovito i slobodno trguje. Tržišna vrijednost općenito odražava percepciju investitora o tržišnoj vrijednosti tvrtke.

Metoda usporedivih društava (“CCM”)

- Prema CCM metodi vrijednost kompanije se utvrđuje na temelju multiplikatora vrijednosti izvedenih iz vrednovanja usporedivih kompanija, što se očituje kroz tržišnu vrijednost njihovih dionica koje kotiraju na uređenim tržištima i kojima se aktivno trguje. Ova metoda temelji se na načelu da se tržišne transakcije dionicama usporedivih kompanija odvijaju između informiranih kupaca i informiranih prodavatelja te da uključuju sve čimbenike relevantne za procjenu. Relevantne multiplikatore vrijednosti treba pažljivo odabrati i prilagoditi razlikama između okolnosti.
- Vrijednost dobivenu primjenom ove metode potrebno je prilagoditi za vrijednost potencijalnih obveza, viška imovine i benefita koji se plaćaju povlaštenim dioničarima, ako ih ima, kako bi se došlo do vrijednosti za dioničare.

PRISTUP I METODE VREDNOVANJA

Metoda usporedivih transakcija (“CTM”)

- Prema CTM metodi vrijednost kompanije može se procijeniti analizom cijene koju su platili kupci za sličnu kompaniju u sličnim tržišnim okolnostima. Ovo je metoda vrednovanja u kojoj će se uspoređivati recentne tržišne transakcije kako bi se procijenila trenutna vrijednost ciljane kompanije.

c) Troškovni pristup:

Troškovni pristup temelji se na načelu supstitucije, putem koje kupac imovine nije spreman platiti više nego što bi bili troškovi zamjene s imovinom iste funkcionalnosti. Troškovni pristup razmatra tržišnu vrijednost imovine i obveza, bez obzira na njenu iskazanu knjigovodstvenu vrijednost. 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.

Metoda neto vrijednosti imovine (“NAV”)

- Metoda neto vrijednosti imovine (“NAV”) prema troškovnom pristupu, razmatra imovinu i obveze, uključujući nematerijalnu imovinu i potencijalne obveze. Neto imovina, nakon smanjenja davanja povlaštenim dioničarima, ako ih ima, predstavlja vrijednost društva.
- NAV metoda je prikladna u slučaju kada je glavna snaga poslovanja njegova aktiva, a ne kapacitet ili potencijal za ostvarivanje dobiti.
- Ovaj pristup vrednovanja uglavnom se koristi u slučajevima kada baza imovine dominira u odnosu na sposobnost zarade. Nedostatak ovog pristupa je što ne uzima u obzir potencijal poslovanja društva, odnosno uporabu imovine.

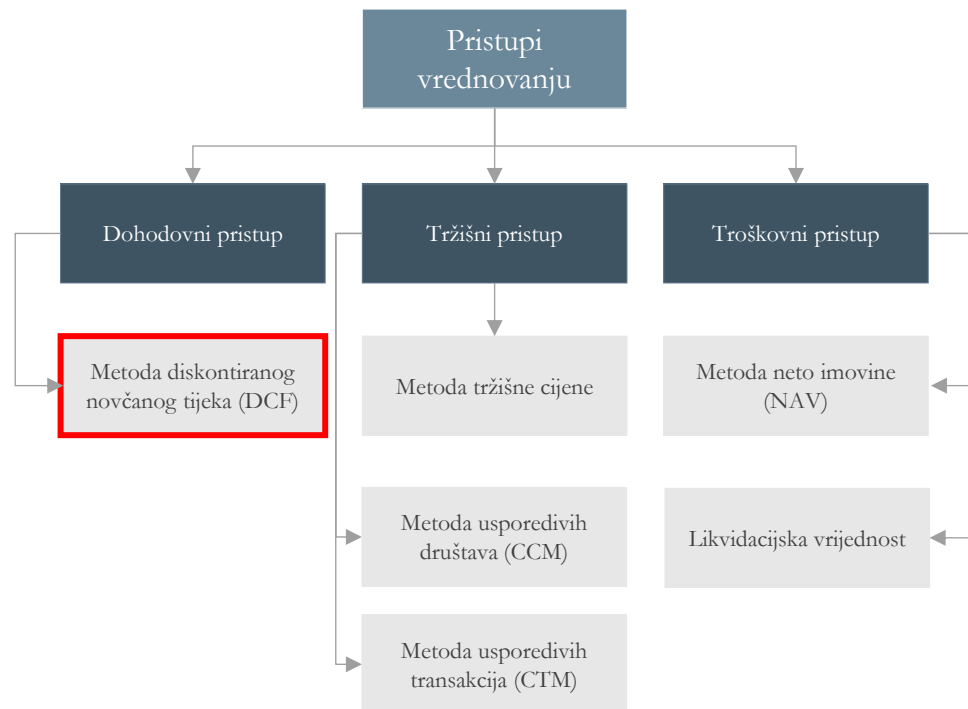
Likvidacijska vrijednost

- Likvidacijska vrijednost, u odnosu na NAV metodu, uzima u obzir i dodatne troškove likvidacije poduzeća u slučaju takvog ishoda.
- Moguće je razmotriti pretpostavku (i) urednog postupka likvidacije ili (ii) prisilnog postupka likvidacije.

APLICIRANI PRISTUP I METODE

Za potrebe donošenja zaključka o vrijednosti, a uzimajući u obzir predmet i svrhu procjene, koristili smo dohodovni pristup vrednovanju.

Pregled i odabir pristupa i metoda vrednovanja



Obrazloženje korištenog pristupa i metode vrednovanja

Procjena vrijednosti Društva dobivena je primjenom DCF metode. Nadalje, vrijednost poduzeća prilagođena je za iznos neto duga (gotovine, novčanih ekvivalenata te financijskih obveza) kako bi se dobila procjena vrijednosti kapitala Društva.

- **Dohodovni pristup:** Pod pretpostavkom sadašnje upotrebe, stvarna vrijednost poslovanja Društva odražavala bi se u budućem potencijalu zarade korištenjem temeljne imovine (stavljanjem iste u upotrebu). Stoga je DCF metoda u okviru dohodovnog pristupa prikladna za analizu vrednovanja.
- **Tržišni pristup:** Metode tržišnog pristupa (CTM i CCM) pretpostavljaju da se vrijednost tvrtke može odrediti usporedbom s vrijednosnim parametrima dobivenim iz dovršenih nedavnih transakcija (M&A) i cijenama dionica usporedivih kompanija (peer grupe). Nismo koristili ovaj pristup jer dionice Društva ne kotiraju na uređenom tržištu čime smo isključili primjenu metode tržišne cijene i CCM metode, a CTM metodu nismo koristili radi nemogućnosti identifikacije uzorka društava koje su bile predmet recentnih transakcija (M&A), a koje su prema profilu, veličini i rizicima usporedive s Društvom.
- **Troškovni pristup:** Uvažavajući gore navedenu pretpostavku nastavka poslovanja smatramo kako je trenutna vrijednost Društva veća od korištenja imovine nego od hipotetske prodaje na pojedinačnoj osnovi, ovaj pristup nismo razmatrali na korištenje. Također, prema informacijama menadžmenta ne postoje naznake ili namjera obustave poslovanja u kratkom ili srednjem roku.

Značenje

Korištena metoda

DIO 5

DOHODOVNI PRISTUP

PROCJENA VRIJEDNOSTI PRIMJENOM DCF METODE

PODRUČJE	STR.
Primjena DCF metode	71
Projekcije poslovanja	72
Izračun vrijednosti primjenom DCF metode	73
Diskontna stopa	74

PRIMJENA DCF METODE

Metoda diskontiranog novčanog tijeka (DCF)

DCF metoda pruža indikaciju vrijednosti baziranu na specifičnim očekivanjima menadžmenta i budućim planovima za imovinu koja se vrednuje. Diskontiranjem projiciranih budućih novčanih tijekova na sadašnju vrijednost (datum procjene) dolazi se do procijenjene vrijednosti.

U praksi vrednovanja trgovačkih društava moguće je koristiti dva koncepta, koncept slobodnog novčanog tijeka društva (Free Cash Flow to Firm ili FCFF) ili koncept slobodnog novčanog tijeka kapitala (Free Cash Flow to Equity ili FCFE).

U našoj analizi koristili smo koncept slobodnog novčanog tijeka društva (FCFF) čijim smo diskontiranjem primjenom WACC-a došli do vrijednosti društva na *cash-free debt-free (enterprise value)* bazi, nakon čega je potrebno ukalkulirati neto dug na datum procjene kako bi došli do procijenjene vrijednosti kapitala (equity value).

Slobodni novčani tijek društva definiran je kako slijedi:

Dobit prije kamata i poreza (EBIT):

- Manje: Prilagođeni porez na dobit
- Jednako: Neto operativna dobit umanjena za porez (NOPAT)
- Plus: Amortizacija
- Manje: Promjene u radnom kapitalu
- Manje: Kapitalna ulaganja/investicije (CAPEX)
- Jednako: Slobodni novčani tijek društva (FCFF)

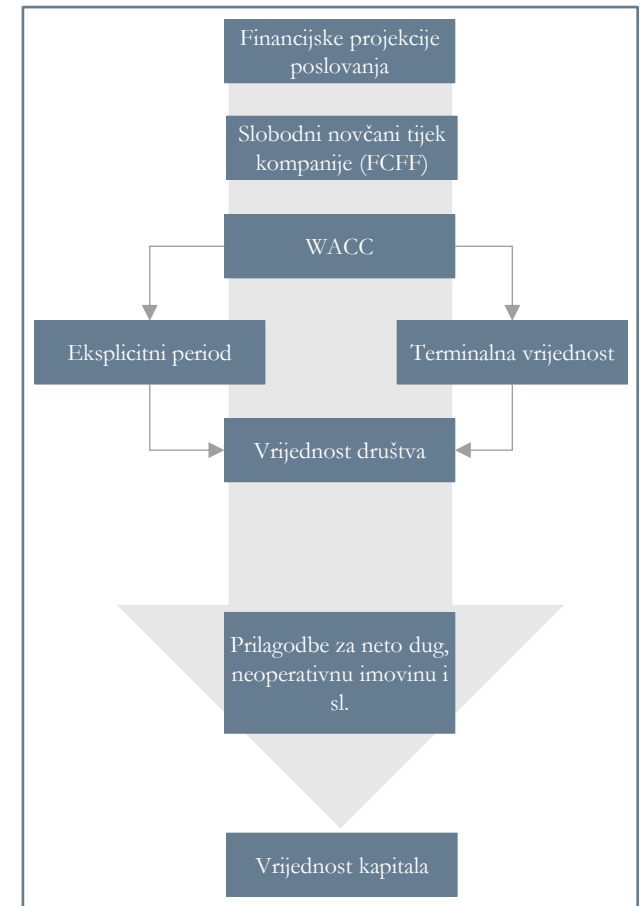
Prvi korak u primjeni DCF metode zahtijeva projekciju slobodnih novčanih tijekova Društva u budućnosti.

Provedene aktivnosti

U svrhu pripreme projekcija slobodnog novčanog tijeka, u suradnji s menadžmentom Društva pripremili smo projekcije računa dobiti i gubitka, bilance stanja i planiranih investicija za petogodišnje razdoblje (eksplicitni period), nakon čega je pretpostavljena stabilizacija poslovanja.

Projekcije petogodišnjeg razdoblja pripremljene temeljem aktualnih informacija i saznanja menadžmenta, a u terminalnom periodu predviđen je daljnji rast na razini očekivanog dugogodišnjeg ekonomskog rasta RH.

Ilustrativni prikaz koncepta DCF metode



PROJEKCIJE POSLOVANJA

Poslovanje je projicirano za razdoblje od narednih 5 godina, pri čemu je plan poslovanja preuzet iz Plana restrukturiranja od 09.11.2020. koji je potvrđen sukladno rješenju o potvrdi predstečajnog sporazuma Trgovačkog suda u Splitu 23. travnja 2021. godine.

Prihodi od prodaje planirani su temeljem predviđene cijene najma objekta, dok su poslovni rashodi projicirani na razini od 15-20% poslovnih prihoda.

Projekcije poslovanja

Planirani RDG (Hotel Katarina 2009 d.o.o.)

000 EUR	FY2025 Planirano	FY2026 Planirano	FY2027 Planirano	FY2028 Planirano	FY2029 Planirano	TP Planirano
Prihodi od prodaje	597	627	652	678	698	712
Ostali poslovni prihodi	-	-	-	-	-	-
Poslovni prihodi	597	627	652	678	698	712
Troškovi osoblja i materijalni troškovi	(86)	(88)	(89)	(90)	(92)	(94)
Ostali troškovi	(13)	(13)	(13)	(14)	(14)	(14)
Ostali troškovi	-	-	-	-	-	-
Vrijednosna usklađenja	-	-	-	-	-	-
Rezerviranja	-	-	-	-	-	-
Ostali poslovni rashodi	-	-	-	-	-	-
Poslovni rashodi	(99)	(101)	(102)	(103)	(106)	(108)
EBITDA - izvještajna	498	526	550	575	592	604
<i>EBITDA izvještajna marža</i>	<i>83,4%</i>	<i>83,9%</i>	<i>84,3%</i>	<i>84,8%</i>	<i>84,8%</i>	<i>84,8%</i>
Amortizacija	(617)	(617)	(618)	(618)	(619)	(137)
EBIT	(119)	(92)	(68)	(44)	(27)	467
Financijski prihodi	-	-	-	-	-	-
Financijski rashodi	(69)	(61)	(53)	(45)	(37)	-
Neto financijski rezultat	(69)	(61)	(53)	(45)	(37)	-
Dobit prije poreza	(188)	(153)	(121)	(89)	(64)	467
Porez na dobit	19	15	12	9	6	(47)
Dobit/(gubitak) razdoblja	(169)	(137)	(109)	(80)	(57)	420

Ključne pretpostavke

- Predviđeno je da hotel započne s radom u punom opsegu u 2025. godini.
- Poslovanje je projicirano za razdoblje od narednih 5 godina, pri čemu je plan poslovanja preuzet iz Plana restrukturiranja od 09.11.2020. koji je potvrđen sukladno rješenju o potvrdi predstečajnog sporazuma Trgovačkog suda u Splitu 23. travnja 2021. godine.
- Prihodi od prodaje planirani su temeljem predviđene cijene najma objekta, dok su poslovni rashodi projicirani na razini od 15-20% poslovnih prihoda, s obzirom da trošak redovnog održavanja hotela prema Ugovoru o zakupu snosi zakupac.
- Očekivana EBITDA tijekom projiciranog razdoblja iznosi prosječno 557 tisuća EUR na godišnjoj razini, uz ostvarenje prosječne EBITDA marže na razini od 84,3%.

IZRAČUN VRIJEDNOSTI PRIMJENOM DCF METODE

Na temelju činjenica i pretpostavki primjenom DCF metode, procjenjujemo da je fer vrijednost vlasničkog kapitala Društva jednaka 87.000 EUR prema podacima na dan 30.09.2024. godine.

Projekcije poslovanja pripremljene su za razdoblje od narednih 5 godina, pri čemu je plan poslovanja preuzet iz Plana restrukturiranja od 09.11.2020. koji je potvrđen sukladno rješenju o potvrdi predstečajnog sporazuma Trgovačkog suda u Splitu 23. travnja 2021. godine.

NOPAT predstavlja neto operativnu dobit prije amortizacije i kamata, umanjenu za prilagođeni porez. Prilagođeni izračunat je primjenom stope poreza na dobit od 10%.

Promjene u radnom kapitalu pripremljene su primjenom predviđenih koeficijenata obrtaja u narednim razdobljima (detalji dostupni u dodatku III Izvještaja).

CAPEX je planiran na razini od 190 tisuća EUR na godišnjoj razini, dok je u terminalnom periodu predviđen na razini amortizacije.

Osjetljivost vrijednosti kapitala testirana je istovremenim povećanjem/ smanjenjem središnje vrijednosti WACC i središnje vrijednosti dugoročne stope rasta za 50 pp.

DCF metoda (Hotel Katarina 2009 d.o.o.)

Pretpostavke	
WACC	10,60%
Dugoročna stopa rasta	2,00%
Stopa kapitalizacije	8,60%

Komentar

WACC Društva izračunat prema usklađenom CAPM modelu
Predviđen dugoročno održivi realni rast

000 EUR	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026	FY2027	FY2028	FY2029	TP
	Ostvareno	Ostvareno	Preliminarno	Planirano	Planirano	Planirano	Planirano	Planirano	Planirano
Poslovni prihod				597	627	652	678	698	712
Stopa rasta				N/A	5,0%	4,0%	4,0%	3,0%	2,0%
EBITDA - izvještajna				498	526	550	575	592	604
EBITDA izvještajna marža				83,4%	83,9%	84,3%	84,8%	84,8%	84,8%
Amortizacija				(617)	(617)	(618)	(618)	(619)	(137)
EBIT				(119)	(92)	(68)	(44)	(27)	467
Prilagođeni porez				12	9	7	4	3	(47)
NOPAT				(107)	(82)	(61)	(39)	(24)	420
Plus: Amortizacija				617	617	618	618	619	137
Plus: Promjene u radnom kapitalu				(13)	(22)	(19)	(20)	(15)	(10)
Manje: CAPEX				(190)	(190)	(190)	(190)	(190)	(137)
Planirani FCFE				307	323	348	370	390	410
Terminalna vrijednost									4.765
Period diskontiranja				0,50	1,50	2,50	3,50	4,50	
Faktor sadašnje vrijednosti				0,95	0,86	0,78	0,70	0,64	
Sadašnja vrijednost novčanih tijekova				292	277	270	260	248	3.029

Kumulativna sadašnja vrijednost (2025-2029)	1.347
Sadašnja vrijednost terminalnog perioda	3.029
Vrijednost poslovanja (Enterprise Value)	4.376
Neto (dug)/višak novca	(4.289)
Neoperativna imovina	-
Vrijednost kapitala (Equity value)	87
Vrijednost kapitala (Equity value) - zaokruženo	87

EV/EBITDA

Enterprise value	4.376
EBITDA FY2025p	498
Trenutna EV/EBITDA	8,8x
Enterprise value	4.376
EBITDA FY2026p	526
Implicirana EV/EBITDA	8,3x

ANALIZA OSJETLJIVOSTI - VRIJEDNOST KAPITALA

WACC	Dugoročna stopa rasta				
	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%
11,60%	-611	-494	-365	-222	-62
11,10%	-429	-298	-151	12	195
10,60%	-229	-79	87	274	486
10,10%	-6	164	355	571	818
9,60%	244	438	659	911	1.200

DISKONTNA STOPA

Prosječni ponderirani trošak kapitala (WACC) procijenjen je na 10,60% temeljem prilagođenog CAPM modela.

WACC izračun (Hotel Katarina 2009 d.o.o.)

Izračun bez-rizične stope	Komentar/ izvor
Trošak kapitala	
Bez-rizična stopa ⁽¹⁾	3,01% Referentni prinos do dospijeca na domaće obveznice umanjen za premiju rizika zemlje
Premija domaćeg tržišta kapitala (ERP) ⁽²⁾	5,98% Dugoročni prosječni prinos koji bi trebali zahtijevati investitori na domaćem tržištu kapitala
Beta faktor ⁽³⁾	1,05 Beta faktor prilagođen strukturi financiranja i efektivnoj poreznoj stopi Društva
Specifična premija ⁽⁴⁾	5,18% Model izračuna specifične premije
Trošak kapitala	14,45%
Trošak duga	
Trošak duga (prije poreza) ⁽⁵⁾	4,77% Prosječna kamatna stopa na stanja kredita nefinancijskim trgovačkim društvima (4,77%)
Stopa poreza na dobit	10,00% Zakonska stopa poreza na dobit u RH
Trošak duga (nakon poreza)	4,29%
Struktura financiranja ⁽⁶⁾	
E/(D+E)	62,0% Udio vlasničke glavnice u strukturi financiranja društava usporedivog sektora
D/(D+E)	38,0% Udio duga u strukturi financiranja društava usporedivog sektora
WACC	10,60%

(1) Izračun Savjetnika

(2) Izračun Savjetnika

(3) Damodaran, analiza Savjetnika

(4) Model izračuna specifične premije, analiza Savjetnik

(5) HNB, statistika

(6) Damodaran, Informacije Društva



MARČINKOVIĆ
& PARTNERI

LUKA PLOČE GRADNJA D.O.O.

IZVJEŠTAJ O PROCJENI VRIJEDNOSTI

31. SIJEČNJA 2025.

OGRANIČENA UPOTREBA



SKRAĆENICE

Skraćenica	Opis
MP, Savjetnik	Marčinković i partneri d.o.o., Ulica grad Vukovara 269g, Zagreb, Hrvatska
Klijent	MUCIĆ & Co d.o.o. u stečaju, Ulica 4. gardijske brigade 5, Dugopolje
Društvo ili LPG	LUKA PLOČE GRADNJA d.o.o., Lučka cesta bb, Ploče
HNB	Hrvatska narodna banka
DIO	Dani vezivanja zaliha (Days inventory turnover)
DSO	Dani naplate potraživanja (Days sales outstanding)
DPO	Dani plaćanja dobavljača (Days payables outstanding)
EBIT	Dobit prije kamata i poreza (Earnings before interest and tax)
EBITDA	Dobit prije kamata, poreza i amortizacije (Earnings before interest, tax, depreciation and amortisation)
IVS	Međunarodni standardi za procjene vrijednosti (International Valuation Standards)
KV	Knjigovodstvena vrijednost

SADRŽAJ

1	SAŽETAK	78
2	OPĆI I FINANCIJSKI PREGLED DRUŠTVA	83
3	POSLOVNO OKRUŽENJE	87
4	METODOLOGIJA VREDNOVANJA	90
5	TRŽIŠNI PRISTUP	95

DIO 1

SAŽETAK

SAŽETAK PROCJENE VRIJEDNOSTI

PODRUČJE	STR.
Parametri vrednovanja	79
Zaključak analize	82

PARAMETRI VREDNOVANJA (1/3)

Ključni parametar	Opis
Predmet i svrha Izvještaja	<p>Marčinković i partneri d.o.o. („MP”) angažirani su od strane rukovodstva društva MUCIĆ & Co d.o.o. u stečaju („Klijent”) kako bi izrazili svoje mišljenje i zaključke o tržišnoj vrijednosti udjela u društvu LUKA PLOČE GRADNJA d.o.o., koristeći preliminarne financijske izvještaje na dan 30.09.2024. godine.</p> <p>Predmet ovog Izvještaja je procjena fer vrijednosti Društva, a koju će Klijent koristiti za interne potrebe menadžmenta.</p>
Datum i valuta Izvještaja	<p>Fer vrijednost procijenjena je na dan 30.09.2024. godine („Datum procjene”).</p> <p>Osim ako nije drugačije naznačeno, brojke predstavljene u ovom Izvještaju prikazane su u tisućama Eura („000 EUR”).</p>
Primatelj izvještaja	<p>Namjeravani primatelj i korisnik ovog Izvještaja je Klijent.</p>
Osnova vrijednosti	<p>Za navedenu svrhu korišten je standard “Fer vrijednost”, definiran prema IVS kao procijenjeni iznos za koji bi neka imovina ili obveza mogla biti razmijenjena na datum procjene između voljnog kupca i voljnog prodavatelja po tržišnim uvjetima nakon prikladnog oglašavanja, te kada su obje strane postupile upućeno, razborito i bez prisile.</p>
Premisa vrijednosti	<p>Fer vrijednost procijenjena je na osnovu premise trenutne upotrebe (Value in use) koja pretpostavlja korištenje imovine prema trenutnim okolnostima, a ne onim okolnostima koje bi maksimizirale potencijal i stvorile najveću vrijednost za vlasnika (Highest and best use).</p> <p>Premisa vrijednosti korištena u procjeni jest vremenska neograničenost poslovanja (eng. Going Concern). Ova premisa vrijednosti podrazumijeva:</p> <ul style="list-style-type: none">• da će menadžment kompanije koristiti samo one financijske i operativne strategije koje će maksimizirati vrijednost kompanije;• da nema nesigurnosti vezanih za buduće događaje, kao što su poslovni gubici koji se ponavljaju ili financijske poteškoće, koji bi doveli u pitanje fundamentalnu pretpostavku da kompanija može nastaviti vremenski neograničeno poslovati. <p>Vrijednost je procijenjena ne uzimajući u obzir transakcijske troškove i bez usklađivanja za bilo koje poreze koje bi bilo koja strana plaćala kao izravnu posljedicu transakcije.</p> <p>Također, faktori specifični za određenog kupca ili prodavatelja koji nisu dostupni sudionicima na tržištu isključeni su iz ulaznih parametara koji se koriste u predmetnoj analizi. Dakle, procijenjena tržišna vrijednost ne odražava atribute imovine koji su vrijedni za određenog vlasnika ili kupca i koji nisu dostupni drugim kupcima na tržištu (npr. dodatna vrijednost kroz stvaranje portfelja sredstava, sinergije, porezne olakšice ili porezna opterećenja jedinstvena za subjekt, i sl.).</p>

PARAMETRI VREDNOVANJA (2/3)

Ključni parametar	Opis
Izvor informacija i provedeni postupci	<p>Informacije korištene od strane MP-a kod pripreme ovog Izvještaja prikupljene su iz različitih izvora, kako je navedeno u Dodatku 1 ovog Izvještaja.</p> <p>Postupci koje smo slijedili u skladu su s općim načelima vrednovanja u vezi s vrednovanjem društava s ograničenom odgovornošću. Razmotrili smo općeprihvaćene čimbenike uključujući, ali ne ograničavajući se na, sljedeće:</p> <ul style="list-style-type: none">• Prirodu poslovanja, rizici kojima je podložno poslovanje, povijesni obrasci rasta i buduća razmatranja;• Opću gospodarsku perspektivu, položaj industrije u postojećem gospodarstvu i položaj poduzeća unutar svoje industrije;• Knjigovodstvenu vrijednost i opće financijsko stanje poslovanja;• Sposobnost poslovanja za isplatu dividende;• Postojanje podcijenjenih materijalnih i nematerijalnih vrijednosti;• Sve nedavne prodaje udjela tvrtke;• Tržišnu cijenu dionica, udjela ili imovine tvrtki koje se bave srodnim djelatnostima gdje se takvim dionicama trguje na burzi; i• Druge činjenice i okolnosti za koje smo procijenili da su važne za ukupnu vrijednost. <p>Angažman nije uključivao dodatnu provjeru i verifikaciju dostavljenih i javno dostupnih informacija. Sukladno tome, naša indikativna financijska analiza Društva te shodno tome i indikativna (desktop) analiza vrijednosti Društva je ograničena i ovisna o kvaliteti i dostupnosti pripremljenih podataka, za koje ne preuzimamo nikakvu odgovornost i ne iznosimo stavove vezane za točnost i potpunost niti izdajemo uvjerenje u tom smislu.</p>
Ograničenja i pretpostavke	<p>Projekcije poslovanja korištene u ovom izvještaju sadrže određene stavove, procjene i projekcije u odnosu na očekivane buduće rezultate Društva. Takvi stavovi, procjene i projekcije pripremljene su od strane rukovodstva Društva i ne moraju se pokazati točnima. U ovome Izvještaju ne dajemo nikakvo mišljenje ili stajalište vezano uz točnost takvih stavova, procjena i projekcija jer u stvarnosti obično postoje odstupanja između procjena i stvarnih rezultata, a ta odstupanja mogu biti materijalno značajna. Također, poslovanje Društva izloženo je čimbenicima na koje Društvo ne može utjecati, poput makroekonomskih čimbenika (kretanje BDP a RH i sl.), geopolitičkih problema (invazija Rusije na Ukrajinu, nemiri na bliskom istoku), više sile i sl.</p>

PARAMETRI VREDNOVANJA (3/3)

Ključni parametar	Opis
Korištena metodologija	<p>Iako se pristupi i metode procjene vrijednosti i detalji analiza razlikuju između pojedinih subjekata, postoje tri opće prihvaćena pristupa koja se koriste za procjene vrijednosti kompanije:</p> <ul style="list-style-type: none">• Dohodovni pristup• Tržišni pristup• Troškovni pristup <p>U okviru tri osnovna pristupa može se koristiti nekoliko metoda za procjenu vrijednosti.</p> <p>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, materijalne i nematerijalne imovine.</p> <p>Tržišni pristup indicira vrijednost društva temeljem tržišnih parametara koji se mogu promatrati temeljem (i) cijene dionice na uređenom (aktivnom) tržištu, (ii) usporedbe predmetnog društva sa usporedivim društvima koja se bave sličnim poslovnim aktivnostima i čijim se dionicama trguje na uređenim tržištima kapitala ili (iii) koja su dio javnih ili privatnih transakcija.</p> <p>Troškovni pristup temelji se na načelu supstitucije, putem koje kupac imovine nije spreman platiti više nego što bi bili troškovi zamjene s imovinom iste funkcionalnosti. Troškovni pristup ne uzima u obzir potencijal zarada poslovnog subjekta.</p> <p>Troškovni pristup 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.</p> <p>Kako bismo došli do zaključka vrijednosti, koristili smo tržišni pristup vrednovanju.</p> <p>Molimo pogledajte poglavlje 4 za detaljno objašnjenje svake od metoda procjene vrijednosti te razloge odabira pojedine metode.</p>
Ključne pretpostavke vrijednosti	<p>Ključna pretpostavka procjene vrijednosti vlasničkog kapitala Društva je da imovina društva nije opterećena nikakvim založnim pravima ili obvezama, nastalim temeljem sudužništva, garancije za tuđi dug ili slično. Ova pretpostavka omogućuje procjenu vrijednosti vlasničkog kapitala, ne uzimajući u obzir eventualne terete ili obveze koje bi mogle umanjiti vrijednost vlasničkog kapitala. MP ne preuzima odgovornost niti izražava mišljenje o informacijama koje nije zaprimio tijekom rada, a koji bi mogli utjecati na Društvo i/ili njegovo poslovanje i vrijednost.</p>

ZAKLJUČAK ANALIZE

Ilustrativna primjena CCM metode ukazuje da vrijednost vlasničkog kapitala iznosi 0 EUR čak i pod pretpostavkom ostvarivanja prihoda iz najboljih godina poslovanja uslijed prezaduženosti. Trenutni novčani tokovi koje Društvo ostvaruje nisu dovoljni za pokriće obveza te prema vrijednosti u upotrebi vrijednost vlasničkog kapitala također iznosi 0 EUR.

Pristup i metodologija

Marčinković i partneri d.o.o. („MP” ili „Savjetnik”) izvršili su procjenu fer vrijednosti kapitala društva LPG na dan 30.09.2024. godine na temelju financijskih izvješća za razdoblje od 2020. do 2023. godine te preliminarnih financijskih izvješća na dan 30.09.2024., uz dostupne javne podatke.

Financijske projekcije pripremljene su temeljem dostavljenih i javno dostupnih podataka, a uključuju projekcije računa dobiti i gubitka, neto duga, planiranih investicija te radnog kapitala.

U svrhu izračuna vrijednosti razmotrili smo općeprihvaćene pristupe i metode vrednovanja poslovanja, te koristili sljedeće:

Pristup	Metoda
Tržišni pristup	Metoda usporedivih društava (CCM)

- Koristili smo CCM metodu s obzirom da smo identificirali usporediva društva unutar iste ili slične djelatnosti.

Zaključak analize poslovanja Društva

- Temeljem analize financijskog stanja i poslovanja društva u Promatranom periodu zaključujemo kako Društvo nema sposobnost generiranja prinosa za vlasnike iz poslovanja te mogućnost servisiranja duga. Sukladno tome vrijednost Društva primjenom dohodovnog pristupa, odnosno uporabe imovine, jednaka je 0.
- Društvo posjeduje nekretnine, postrojenja i opremu neto knjigovodstvene vrijednosti 6,6 milijuna EUR, a predmetna imovina nije vrednovana u recentnom razdoblju. Ukupne obveze Društva na 30.09.2023. premašuju 10 milijuna EUR, te možemo zaključiti da vrijednost imovine vjerojatno nije dostatna za pokriće obveza, s obzirom da je riječ o specifičnoj imovini (proizvodna hala) za koju u slučaju prodaje nije očekivan interes većeg broja kupaca. Iako nemamo recentna saznanja o tržišnoj vrijednosti imovine Društva, mišljenja smo kako namirenje u slučaju prodaje nije dostatno za podmirenje trenutnih obveza.

Zaključak analize poslovanja Društva (nastavak)

- Sukladno navedenome pristupili smo ilustrativnoj procjeni Društva primjenom tržišnog pristupa. Društvo trenutno ostvaruje zanemariv promet te ima negativne rezultate poslovanja čime je implicitno tržišna vrijednost jednaka 0, međutim uslijed trenutne razine zaduženosti, vrijednost vlasničkog kapitala jednaka je 0 čak i pod pretpostavkom tržišnog vrednovanja na osnovu prihoda iz najboljih godina poslovanja (2008/2009).

Zaključak procjene vrijednosti

S obzirom na prethodno navedeno, mišljenja smo kako je **indikativna tržišna vrijednost 100% vlasničkog kapitala Društva na dan 30.09.2024. godine jednaka 0 EUR**, strukturirano kako slijedi:

000 EUR	Metoda	Fer vrijednost
Vrijednost poslovanja (Enterprise value)	CCM	3.000
Neto (dug)/višak novca na dan 30.09.2023.	KV	(10.263)
Neoperativna imovina	KV	-
Vrijednost kapitala (Equity value)		(7.300)

Vrijednost kapitala (Equity value) - konačno

0

- Vrijednost poslovanja izračunata je primjenom CCM metode kao vrijednost poslovanja na tržišnih multiplikatora primijenjenih na povijesna ostvarenja prihoda.
- Nadalje, prilagodili smo vrijednost poslovanja za iznos neto (duga)/viška novca na Datum procjene.

Rezultat analize vrednovanja ne predstavlja mišljenje o pravičnosti naknade (fairness opinion) ili investicijski savjet i ne treba se tako tumačiti. Naši zaključci ne služe kao zamjena za proces dubinskog snimanja, a financijske institucije ili bilo koja druga treća strana trebala bi izvršiti vlastiti dubinski snimak kako bi strukturirala moguću transakciju. Sukladno tome, ovo izvješće o procjeni vrijednosti nije namijenjeno u investicijske svrhe.

DIO 2

OPĆI I FINANCIJSKI PREGLED DRUŠTVA

PREGLED OSNOVNIH INFORMACIJA O DRUŠTVU

PODRUČJE	STR.
Opći podaci o Društvu	84
Pregled poslovanja	85
Pregled financijskog stanja	86

OPĆI PODACI O DRUŠTVU

Nad Društvom je trenutno otvoren postupak predstečajne nagodbe.

Ukratko o društvu

LUKA PLOČE GRADNJA d.o.o. je osnovano 1998. godine, a osnivač je društvo Luka Ploče d.d. koje je 2010. godine prodalo udjel od 100% u ovisnom društvu LUKA PLOČE GRADNJA d.o.o. društvu Mucić & Co. d.o.o.

Društvo je steklo pravni status korisnika slobodne zone Luke Ploče, sve na temelju Ugovora o korištenju slobodne zone u razdoblju od 17. siječnja 2001. do 13. kolovoza 2037. godine.

Ugovorom između Luka Ploče gradnja d.o.o. i Mucić&Co d.o.o. 24. lipnja 2013. godine izvršen je unos prava – potraživanja u temeljni kapital Društva u iznosu od 1.086 tisuća EUR te je stoga ukupna vrijednost temeljnog kapitala povećana i sada iznosi 1.504 tisuća EUR.

Društvo je registrirano za obavljanje sljedećih djelatnosti:

- Kupnja i prodaja robe,
- Trgovinsko posredovanje na domaćem i inozemnom tržištu,
- Gradnja, projektiranje i nadzor nad gradnjom.

Navedene djelatnosti su ujedno i glavne djelatnosti Društva, iako je isto registrirano i za:

- Proizvodnju armirano-betonskih elemenata,
- Stručne poslove prostornog uređenja,
- Poslove upravljanja nekretninom i održavanje nekretnina,
- Posredovanje u prometu nekretnina,
- Poslovanje nekretnina,
- Ostalo.

PREGLAD POSLOVANJA

EBITDA rezultat oscilirao je tijekom promatranog perioda dok je društvo je u YTD2024 (9m) ostvarilo negativan EBITDA rezultat od 35 tisuća EUR

RDG (LPG)

000 EUR	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	YTD2024 (9m)	2020-2023
	Ostvareno	Ostvareno	Ostvareno	Ostvareno	Ostvareno	CAGR
Prihodi od prodaje	624	527	535	29	0	-64%
Ostali poslovni prihodi	86	34	39	5	0	-61%
A Poslovni prihodi	710	561	574	34	0	-64%
B Materijalni troškovi	(469)	(507)	(521)	-39	-4	-56%
C Troškovi osoblja	(151)	(65)	(61)	-38	-25	-37%
Ostali troškovi	(23)	(20)	(17)	-6	-4	-36%
B Ostali poslovni rashodi	(48)	(77)	(44)	-1.134	-2	187%
Poslovni rashodi	(691)	(669)	(642)	-1.217	-35	21%
D EBITDA - izvještajna	19	(108)	(68)	-1.183	-35	-496%
<i>EBITDA marža izvještajna</i>	<i>2,7%</i>	<i>-19,3%</i>	<i>-11,9%</i>	<i>-3479,41%</i>	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>
Amortizacija	(36)	(14)	(13)	-13	0	-29%
EBIT (na izvještajnu EBITDA)	(17)	(122)	(81)	-1.196	-35	313%
Financijski prihodi	0	3	0	0	0	N/A
E Financijski rashodi	(223)	(2.138)	(3)	-2	0	-79%
Neto financijski rezultat	(223)	(2.135)	(3)	-2	0	-79%
Dobit prije poreza	(239)	(2.257)	(84)	-1.198	-35	71%
Porez na dobit	-	-	-	-	-	N/A
Dobit/(gubitak) razdoblja	(239)	(2.257)	(84)	-1.198	-35	71%
<i>Neto marža</i>	<i>-33,7%</i>	<i>-402,4%</i>	<i>-14,7%</i>	<i>-3523,53%</i>	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>

A	Poslovanje Društva u periodu između FY2020 i FY2023 bilo je promjenjivog karaktera, dok su najviši poslovni prihodi ostvareni u FY2020, kada su isti iznosili 710 tisuća EUR. Društvo je sve poslovne prihode tijekom promatranog perioda ostvarilo sa nepovezanim društvima. Prvih devet mjeseci FY2024 Društvo nije ostvarivalo prihode.
B	Materijalni troškovi čine glavni segment poslovnih rashoda. U FY2022, isti se ponajviše odnose na troškove sirovina i materijala sa udjelom od 56% u ukupnim materijalnim troškovima. Udio materijalnih troškova u prihodima od prodaje iznosi 97% u FY2022. Većina troškova tijekom YTD2024 (9m) odnose se na ostale poslovne rashode u iznosu od 1,2 mil EUR koje čine Kazne, penali, nadoknade šteta, troškovi iz ugovora.
C	Društvo je tijekom FY2022 zapošljavalo prosječno 2 djelatnika, a troškovi osoblja smanjeni su za 4 tisuće EUR u odnosu na FY2021. U 2023. godini Društvo je zapošljavalo prosječno 1 djelatnika.
D	EBITDA rezultat negativan je tijekom cijelog promatranog perioda.
E	Društvo je tijekom FY2021 imalo evidentiranih 2,1 mil EUR financijskih rashoda koji se odnose na rashode s osnova kamata.

PREGLED FINANCIJSKOG STANJA

Društvo ne posjeduje dovoljno kratkotrajne imovine za namirenje kratkoročnih obveza. Društvo na dan 30Ruj-2024 ima evidentiran neto dug u iznosu od 1.208 tisuća EUR, dok iz operativnog poslovanja nije sposobno podmirivati vlastite obveze, te je radi navedenog otvoren predstečajni postupak.

Bilanca stanja - prilagođena (LPG)

000 EUR	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.9.2024	2020-2023
	Ostvareno	Ostvareno	Ostvareno	Ostvareno	Ostvareno	CAGR
Nematerijalna imovina	13	12	5	0	0	-100%
Materijalna imovina	6.613	6.604	6.597	5.511	5.511	-6%
A Infrastruktura	6.626	6.616	6.602	5.511	5.511	-6%
Zalihe	3	0	5	6	6	26%
Potraživanja od kupaca	182	110	89	28	28	-46%
Obveze prema dobavljačima	(178)	(84)	(89)	-42	-45	-38%
B Trgovinski radni kapital	8	27	6	-8	-11	-200%
Ostala potraživanja	3	2	0	3	4	0%
Aktivna vremenska razgraničenja	124	95	95	95	95	-8%
Ostale kratkoročne obveze	(6.866)	(8.989)	(9.073)	-9.053	-9.055	10%
Ostali radni kapital	(6.738)	(8.892)	(8.977)	-8.955	-8.956	10%
Neto radni kapital	(6.730)	(8.865)	(8.972)	-8.963	-8.967	10%
Dugoročne financijske obveze	(514)	(438)	(408)	-402	-658	-8%
Kratkoročne financijske obveze	(208)	(397)	(399)	-516	-553	35%
Financijske obveze	(721)	(836)	(807)	-918	-1.211	8%
Dugotrajna financijska imovina	1	1	1	-	-	N/A
Kratkotrajna financijska imovina	22	5	1	-	-	N/A
Novac u banci i blagajni	7	3	3	3	3	-25%
Novac i novčani ekvivalenti	31	9	5	3	3	-54%
C Neto (dug)/višak novca	(690)	(826)	(801)	-915	-1.208	10%
Ostale dugoročne obveze	(484)	(449)	(449)	-451	-189	-2%
Odgodena porezna obveza	-	(11)	-	-	-	N/A
Ostale stavke (neto)	(484)	(460)	(449)	-451	-189	-2%
Neto imovina/kapital	(1.278)	(3.536)	(3.620)	-4.818	-4.853	56%
Temeljni kapital	1.504	1.504	1.504	1.504	1.504	0%
Rezerve	1.991	1.991	1.991	1.991	1.991	0%
Zadržana dobit/(preneseni gubitak)	(4.534)	(4.774)	(7.031)	-7.115	-8.313	16%
Dobit/(gubitak) razdoblja	(239)	(2.257)	(84)	-1.198	-35	71%
Kapital i rezerve	(1.278)	(3.536)	(3.620)	-4.818	-4.853	56%

A	Infrastruktura Društva na dan 30Ruj-2024 uglavnom se odnosi na nekretnine i zemljišta u pripremi u iznosu od 5.497 tisuća EUR koje se pak odnosi na proizvodnu halu za proizvodnju AB konstrukcija.
B	Trgovinski radni kapital Društva negativan je u posljednja dva razdoblja, dok neto radni kapital iznosi negativnih 8.967 tisuća EUR prema podacima na 30Ruj-2024. <ul style="list-style-type: none"> Pojedinačno najznačajnija stavka ostalih kratkoročnih obveza na 30Ruj-2024 odnosi se na obveze za preuzeta plaćanja temeljem ugovora o cesiji prema društvu B2 Kapital koja iznose 7.367 tisuća EUR te na obveze za preuzeta plaćanja temeljem ugovora o cesiji, asignaciji i preuzimanjem duga koja iznose 1.687 tisuća EUR.
C	Društvo na 31Ruj-2024 ima neto dug u iznosu od 1.208 tisuća EUR. <ul style="list-style-type: none"> Kratkoročne financijske obveze se ponajviše odnose na obveze za zajmove prema društvu Mi Grupa d.o.o. koje iznose 354 tisuća EUR te na obveze za zajmove prema društvu Titulus d.o.o. u iznosu od 122 tisuće EUR. Dugoročne financijske obveze odnose se u najvećoj mjeri na obveze s osnove dugoročnih financijskih zajmova prema povezanim poduzetnicima koje iznose 449 tisuća EUR i na obveze s osnove dugoročnih zajmova prema građanima iznosa 104 tisuća EUR.

DIO 3

POSLOVNO OKRUŽENJE

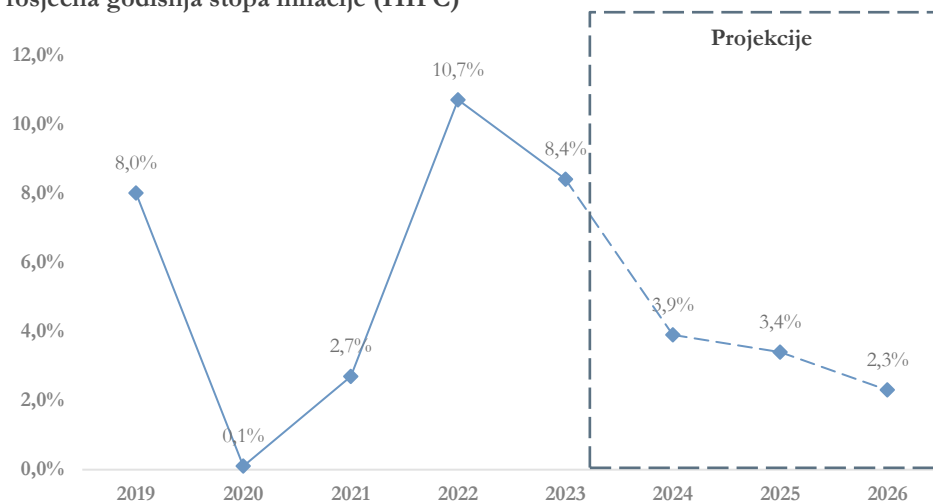
MAKROEKONOMSKI INDIKATORI

PODRUČJE	STR.
Makroekonomsko okruženje	88

MAKROEKONOMSKI INDIKATORI (1/2)

Predviđena godišnja stopa inflacije tijekom 2024. godine iznosi 3,9% što je znatan pomak u odnosu na iznadprosječno visoke stope tijekom 2022. i 2023. godine (8,4-10,7%). U narednim razdobljima predviđa se daljnji pad inflacije na razinu od 2,3-3,4%, uz istovremeno očekivane stope smanjenja nezaposlenosti, s trenutnih 5-6% na ispod 5%.

Prosječna godišnja stopa inflacije (HIPC)

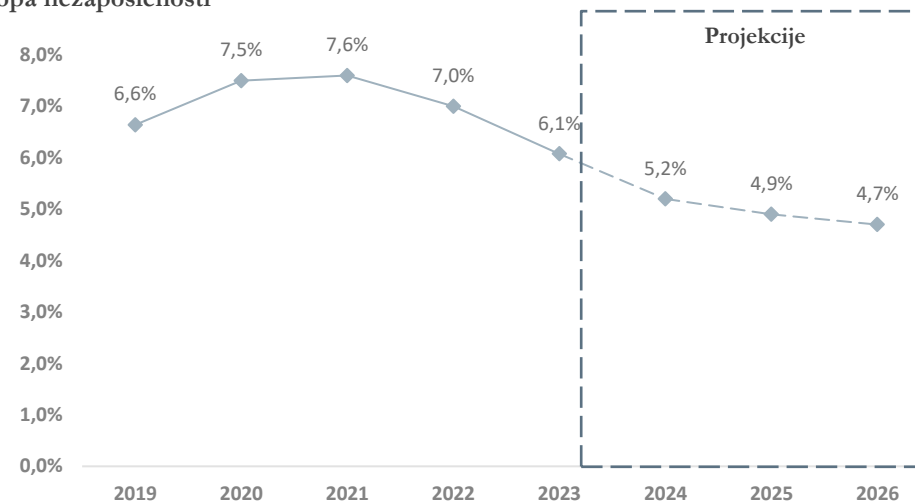


Izvor: HNB

Na grafikonu je prikazano kretanje prosječne godišnje stope inflacije mjerene harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena za razdoblje od 2019. do 2026. godine. Najviša stopa inflacije zabilježena je 2022. godine, što se pripisuje trgovinskim sankcijama uvedenima Rusiji zbog invazije na Ukrajinu. Navedene sankcije značajno su utjecale na rast cijena energenata, koji su se povećali u odnosu na prethodne godine. Primjena restriktivne monetarne politike pridonijela je usporavanju inflacije, što se pozitivno odrazilo na cijene energenata, prehrambenih i drugih sirovina na svjetskom tržištu. Dodatno, normalizacija globalnih lanaca opskrbe utjecala je na smanjenje uvoznih i proizvođačkih cijena na domaćem tržištu.

Makroekonomski analitičari projiciraju daljnji pad inflacije s očekivanim stopama od 3,9% u 2024., 3,4% u 2025. i 2,3% u 2026. godini.

Stopa nezaposlenosti



Izvor: HNB

Grafikon prikazuje kretanje stope nezaposlenosti u periodu od 2019. do 2026. godine. Tijekom prve tri godine promatranog razdoblja stopa nezaposlenosti rasla je sa 6,6% u 2019. godini na 7,6% u 2021. godini, nakon čega bilježi trend smanjenja. Stopa nezaposlenosti u 2023. godini iznosila je 6,1%, što je smanjenje za 0,9 postotnih poena u odnosu na 2022. godinu. Stopa nezaposlenosti ne uključuje ekonomski neaktivne osobe kao što su dugotrajno nezaposleni, djeca ili umirovljenici.

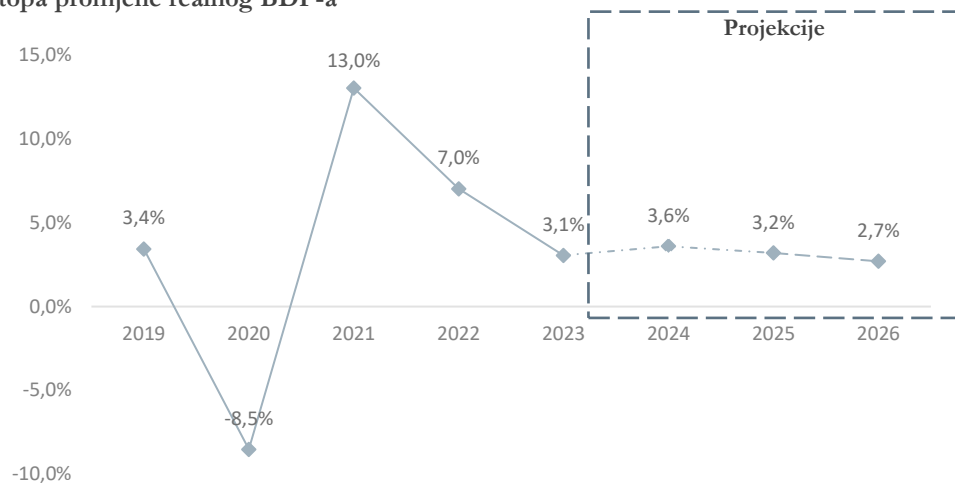
Negativni demografski trendovi i pozitivni trendovi ukupne zaposlenosti dovode do značajnih poremećaja na tržištu rada u vidu nedostatka (kvalitetne) radne snage što je ključan ekonomski izazov u Hrvatskoj.

Makroekonomski analitičari projiciraju smanjenje stope nezaposlenosti na 5,2% u 2024. godini, 4,9% u 2025. godini i 4,7% u 2026. godini.

MAKROEKONOMSKI INDIKATORI (2/2)

Predviđeno je daljnje usporavanje gospodarskog rasta, s očekivanim rastom od 3,2% u 2025. godini i 2,7% u 2026. godini. Projekcije UN-a sugeriraju snažan depopulacijski trend u Hrvatskoj te se predviđa da će se do kraja 2026. godine broj stanovnika smanjiti za 1,5% u odnosu na popis stanovništva iz 2021.godine.

Stopa promjene realnog BDP-a

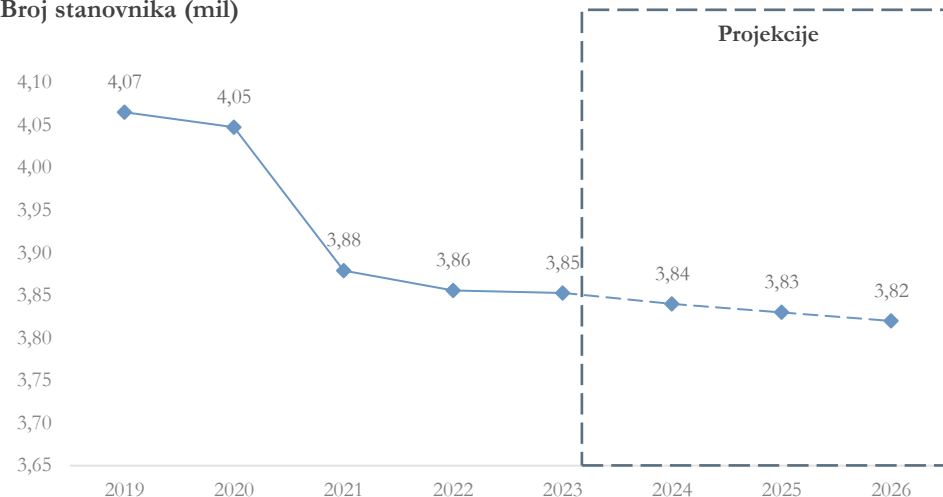


Izvor: HNB

Ovim grafikonom prikazane su stope promjene realnog BDP-a za razdoblje od 8 godina. U 2020. godini, s pojavom COVID-19 i uvođenjem protuepidemijskih mjera, poput zatvaranja ugostiteljskih objekata (restorana, kafića, noćnih klubova i slično), došlo je do smanjenja potrošnje i usporavanja gospodarske aktivnosti, što je rezultiralo padom BDP-a od 8,5% u odnosu na prethodnu godinu. Nakon postupnog popuštanja protuepidemijskih mjera i otvaranja gospodarstva u 2021. godini dolazi do snažnog oporavka realnog BDP-a koji je iznosio 13%. U 2022. i 2023. godini bilježi se usporavanje stope rasta BDP-a, što upućuje na stabilizaciju gospodarstva nakon razdoblja volatilnosti. U 2024. godini, makroekonomski analitičari projiciraju rast realnog BDP-a od 3,6%.

Prema projekcijama makroekonomskih analitičara, predviđa se daljnje usporavanje gospodarskog rasta, s očekivanim rastom od 3,2% u 2025. godini i 2,7% u 2026. godini.

Broj stanovnika (mil)



Izvor: UN

Prema podacima posljednjeg popisa stanovništva iz 2021. godine, u Republici Hrvatskoj živi nešto manje od 3,9 milijuna stanovnika, od čega 48% čine muškarci, a 52% žene. U usporedbi s prethodnim popisom iz 2011. godine, broj stanovnika smanjio se za više od 400.000 osoba, odnosno za 10%.

Ukupno stanovništvo Hrvatske kontinuirano opada već gotovo tri desetljeća. Pad broja stanovnika započeo je ranije i odvija se znatno većim intenzitetom u odnosu na demografske trendove na europskoj razini.

Prema projekcijama UN-a, Hrvatsku očekuje snažan depopulacijski trend te se predviđa da će se do kraja 2026. godine broj stanovnika smanjiti za 1,5% u odnosu na broj zabilježen na posljednjem popisu stanovništva iz 2021. godine.

DIO 4

METODOLOGIJA VREDNOVANJA

PRISTUP I METODE PROCJENE VRIJEDNOSTI POSLOVANJA

PODRUČJE	STR.
Pristup i metode vrednovanja	91
Aplicirani pristup i metode	94

PRISTUP I METODE VREDNOVANJA

Tradicionalni pristupi i metode vrednovanja poslovanja

Pristupi vrednovanju poslovanja

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.

Najčešće korištene metode:

- Metoda diskontiranog novčanog tijeka („DCF“)
- Direktna kapitalizacija

Prednosti:

- Fundamentalna, „čista“ vrijednost
- Uzima u obzir buduću, razvojni potencijal kompanije

Ograničenja:

- Primjena metode zahtjeva velik broj ulaznih parametara i znanje financijskog modeliranja
- Pouzdano prognoziranje budućih novčanih tokova može biti izazovno

Tržišni pristup

Tržišni pristup indicira vrijednost društva temeljem tržišnih parametara koji se mogu promatrati temeljem (i) cijene dionice na uređenom (aktivnom) tržištu, (ii) usporedbe predmetnog društva sa usporedivim društvima koja se bave sličnim poslovnim aktivnostima i čijim se dionicama trguje na uređenim tržišnim kapitala ili (iii) koja su dio javnih ili privatnih transakcija.

Najčešće korištene metode:

- Metoda tržišne
- Metoda usporedivih društava
- Metoda usporedivih transakcija

Prednosti:

- Relativno jednostavna primjena i razumijevanje metode
- Odražava tržišni sentiment

Ograničenja:

- Teško je pronaći usporedive tvrtke ili transakcije
- Informacije o cijeni transakcija možda nisu pouzdane
- Povijesni rezultati poslovanja možda nisu relevantni za vrednovanje u trenutnim tržišnim okolnostima

Troškovni pristup

Troškovni pristup temelji se na načelu supstitucije, putem koje kupac imovine nije spreman platiti više nego što bi bili troškovi zamjene s imovinom iste funkcionalnosti. Ovaj pristup najčešće se koristi kod tvrtki koje čija vrijednost najviše ovisi o vrijednosti materijalne imovine i postoji zanemariva ili nikakva vrijednost radne snage i/ili nematerijalne imovine.

Najčešće korištene metode:

- Metoda neto imovine (Net Asset Value ili „NAV“)
- Likvidacijska vrijednost

Prednosti:

- n/a

Ograničenja:

- Ne uzima u obzir potencijal zarada poslovnog subjekta
- Zahtijeva zasebno vrednovanje nekretnina, opreme i strojeva, zaliha i sl. imovine
- Često ne uključuje vrijednost goodwilla i nematerijalne imovine;

PRISTUP I METODE VREDNOVANJA

Pristupi i metode vrednovana poslovanja

a) 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.

Najčešće korištena metoda je metoda diskontiranog novčanog tijeka („DCF”).

DCF metoda

- Prema DCF metodi vrijednost imovine koja se vrednuje temelji se na očekivanim budućim novčanim tokovima, diskontiranim na sadašnju vrijednost po stopi koja odražava očekivane prinose i rizike povezane s ostvarenjem novčanih tokova. Ukupna vrijednost utvrđuje se kao sadašnja vrijednost budućih slobodnih novčanih tokova.
- Kod vrednovanja poduzeća, projiciraju se slobodni novčani tijekovi te se diskontiraju za eksplicitno predviđeno razdoblje i trajnu (terminalnu) vrijednost nakon toga. Slobodni novčani tokovi predstavljaju gotovinu koja je dostupna za distribuciju i svim investitorima u poduzeće (vlasnicima i kreditorima).
- Diskontna stopa je ponderirani prosječni trošak kapitala (“WACC”), temeljen na optimalnoj strukturi kapitala u odnosu na stvarnu strukturu kapitala. WACC je prikladna diskontna stopa za izračunavanje sadašnje vrijednosti budućih novčanih tokova budući da uzima u obzir i rizik kapitala i duga te omjer duga i kapitala tvrtke.
- Trajna (terminalna) vrijednost izračunava se na temelju poslovnog potencijala za daljnji rast nakon eksplicitnog razdoblja predviđanja. Primjenjuje se “model konstantnog rasta” koji podrazumijeva očekivanu konstantnu stopu rasta (zauvijek) novčanih tokova.
- Faktor diskontiranja (stopa diskontiranja budućih novčanih tokova) ne odražava samo vremensku vrijednost novca, već i rizik povezan s budućim poslovanjem poduzeća.
- Tako izvedena vrijednost poslovanja/tvrtke dodatno se smanjuje za vrijednost duga, ako postoji, (neto novca i novčanih ekvivalenata) kako bi se dobila vrijednost za vlasnike poslovanja. Višak imovine/neoperativna imovina također se usklađuje.

a) Tržišni pristup

Tržišni pristup indicira vrijednost društva temeljem cijene dionice na uređenom (aktivnom) tržištu, temeljem usporedbe predmetnog društva sa usporedivim društvima koja se bave sličnim poslovnim aktivnostima i čijim se dionicama trguje na uređenim tržišnim kapitala ili koja su dio javnih ili privatnih transakcija. U okviru tržišnog pristupa vrijednost društva može se procijeniti kroz metodu tržišne cijene, metodu usporedivih društava ili metodu usporedivih transakcija.

Najčešće korištene metode:

- Metoda tržišne cijene (Market Price Method)
- Metoda usporedivih društava (Comparable Company Method ili skraćeno „CCM”).
- Metoda usporedivih transakcija (Comparable Transactions Method ili skraćeno „CTM”).

Metoda tržišne cijene

- Prema ovoj metodi, tržišna cijena dionice koja se kotira na uređenom tržištu obično se smatra fer vrijednošću vlasničkih dionica tog društva gdje takve kotacije proizlaze iz dionica kojima se redovito i slobodno trguje. Tržišna vrijednost općenito odražava percepciju investitora o tržišnoj vrijednosti tvrtke.

Metoda usporedivih društava (“CCM”)

- Prema CCM metodi vrijednost kompanije se utvrđuje na temelju multiplikatora vrijednosti izvedenih iz vrednovanja usporedivih kompanija, što se očituje kroz tržišnu vrijednost njihovih dionica koje kotiraju na uređenim tržištima i kojima se aktivno trguje. Ova metoda temelji se na načelu da se tržišne transakcije dionicama usporedivih kompanija odvijaju između informiranih kupaca i informiranih prodavatelja te da uključuju sve čimbenike relevantne za procjenu. Relevantne multiplikatore vrijednosti treba pažljivo odabrati i prilagoditi razlikama između okolnosti.
- Vrijednost dobivenu primjenom ove metode potrebno je prilagoditi za vrijednost potencijalnih obveza, viška imovine i benefita koji se plaćaju povlaštenim dioničarima, ako ih ima, kako bi se došlo do vrijednosti za dioničare.

PRISTUP I METODE VREDNOVANJA

Metoda usporedivih transakcija (“CTM”)

- Prema CTM metodi vrijednost kompanije može se procijeniti analizom cijene koju su platili kupci za sličnu kompaniju u sličnim tržišnim okolnostima. Ovo je metoda vrednovanja u kojoj će se uspoređivati recentne tržišne transakcije kako bi se procijenila trenutna vrijednost ciljane kompanije.

c) Troškovni pristup:

Troškovni pristup temelji se na načelu supstitucije, putem koje kupac imovine nije spreman platiti više nego što bi bili troškovi zamjene s imovinom iste funkcionalnosti. Troškovni pristup razmatra tržišnu vrijednost imovine i obveza, bez obzira na njenu iskazanu knjigovodstvenu vrijednost. 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.

Metoda neto vrijednosti imovine (“NAV”)

- Metoda neto vrijednosti imovine (“NAV”) prema troškovnom pristupu, razmatra imovinu i obveze, uključujući nematerijalnu imovinu i potencijalne obveze. Neto imovina, nakon smanjenja davanja povlaštenim dioničarima, ako ih ima, predstavlja vrijednost društva.
- NAV metoda je prikladna u slučaju kada je glavna snaga poslovanja njegova aktiva, a ne kapacitet ili potencijal za ostvarivanje dobiti.
- Ovaj pristup vrednovanja uglavnom se koristi u slučajevima kada baza imovine dominira u odnosu na sposobnost zarade. Nedostatak ovog pristupa je što ne uzima u obzir potencijal poslovanja društva, odnosno uporabu imovine.

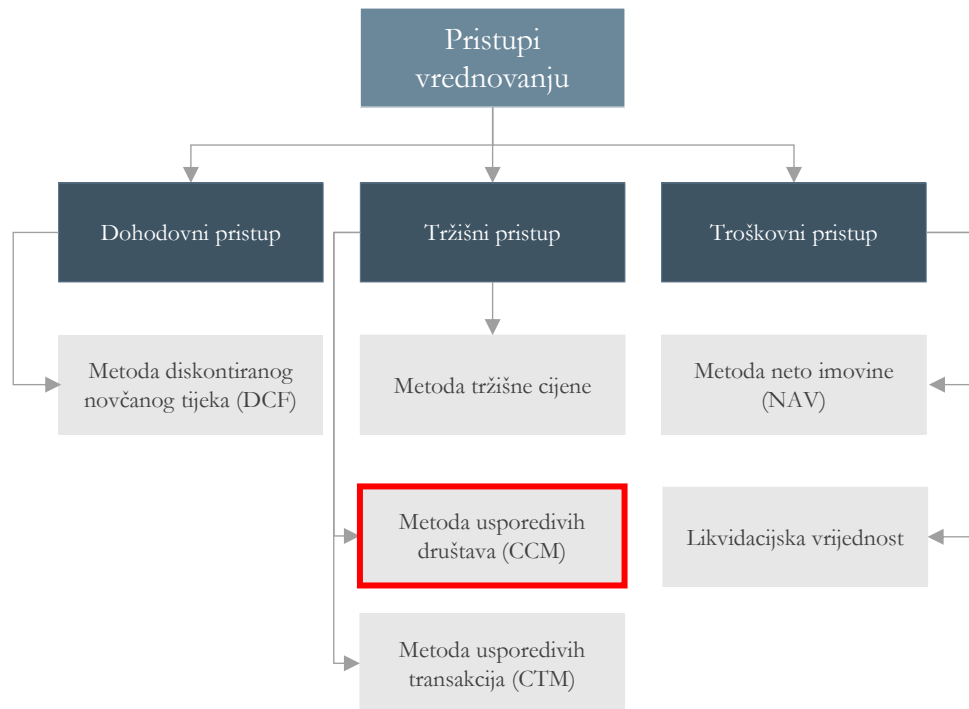
Likvidacijska vrijednost

- Likvidacijska vrijednost, u odnosu na NAV metodu, uzima u obzir i dodatne troškove likvidacije poduzeća u slučaju takvog ishoda.
- Moguće je razmotriti pretpostavku (i) urednog postupka likvidacije ili (ii) prisilnog postupka likvidacije.

APLICIRANI PRISTUP I METODE

Za potrebe donošenja zaključka o vrijednosti, a uzimajući u obzir predmet i svrhu procjene, koristili smo dohodovni pristup vrednovanju.

Pregled i odabir pristupa i metoda vrednovanja



Značenje

Korištena metoda

Obrazloženje korištenog pristupa i metode vrednovanja

Procjena vrijednosti Društva dobivena je primjenom CCM metode. Nadalje, vrijednost poduzeća prilagođena je za iznos neto duga (gotovine, novčanih ekvivalenta te financijskih obveza) kako bi se dobila procjena vrijednosti kapitala Društva.

- **Dohodovni pristup:** Pod pretpostavkom sadašnje upotrebe, stvarna vrijednost poslovanja Društva odražavala bi se u budućem potencijalu zarade korištenjem temeljne imovine (stavljanjem iste u upotrebu). Obzirom na činjenicu da Savjetnik u trenutku izrade ovog Izvještaja ne raspolaže poslovnim planom Društva niti informacijama managementa vezanim uz buduća i očekivana kretanja poslovanja i poslovnih rezultata, Savjetnik je odbacio dohodovni pristup kao metodu procjene.
- **Tržišni pristup:** Metode tržišnog pristupa (CTM i CCM) pretpostavljaju da se vrijednost tvrtke može odrediti usporedbom s vrijednosnim parametrima dobivenim iz dovršenih nedavnih transakcija (M&A) i cijenama dionica usporedivih kompanija (peer grupe). Koristili smo CCM metodu s obzirom da smo identificirali usporediva društva unutar iste ili slične djelatnosti. CTM metodu nismo koristili radi nemogućnosti identifikacije uzorka društava koje su bile predmet recentnih transakcija (M&A), a koje su prema profilu, veličini i rizicima usporedive s Društvom.
- **Troškovni pristup:** Uvažavajući gore navedenu pretpostavku nastavka poslovanja smatramo kako je trenutna vrijednost Društva veća od korištenja imovine nego od hipotetske prodaje na pojedinačnoj osnovi, ovaj pristup nismo razmatrali na korištenje. Također, prema informacijama menadžmenta ne postoje naznake ili namjera obustave poslovanja u kratkom ili srednjem roku.

DIO 5

TRŽIŠNI PRISTUP

PROCJENA VRIJEDNOSTI PRIMJENOM CCM METODE

PODRUČJE	STR.
Primjena CCM metode	96
Izračun vrijednosti primjenom CCM metode	97

PRIMJENA CCM METODE

Identificirali smo društva usporedivog sektora Construction & Engineering (NEC) čijim se dionicama trguje, a prosječni multiplikatori su 0,7x prihod i 7,1x EBITDA. Prosječna EBITDA marža društava iznosila je 9,2%.

- CCM metoda vrednuje poslovanje društva temeljem cijena trgovanja dionicama javno listanih kompanija.
- Društva usporedivog sektora identificirali smo temeljem pretrage javnih izvora i baze Refinitiv Eikon.
- Pretražili smo trgovinske cijene društava čije su dionice listane na uređenim tržištima u Europi, društava koja su aktivna u sektoru Construction & Engineering (NEC) i za koje su dostupne informacije o trgovanju.
- Primjenom navedenih kriterija identificirali smo uzorak od 178 društava relativno usporedivih s Društvom, a prosječni multiplikatori vrijednosti iznosili su 0,7x prihod te 7,1x EBITDA. Navedeno implicira prosječnu EBITDA maržu od 9,2%.
- Društva se bave usporedivom djelatnosti, međutim postoje značajne razlike u veličini kompanije te tržišnoj orijentaciji, što je jedno od ograničenja primjene.
- Primjenom CCM metode izračunali smo multiplikatore vrijednosti za tvrtke na temelju relevantnih pokazatelja financijskog stanja i poslovanja, u ovom slučaju s obzirom na tržišnu vrijednost društava.

Identificirane usporedive kompanije (LPG)

Pregled trgovanja dionicama usporedivih društava

#	Društvo	Država	Burza	Tržišna kap. USDm	Multiplikatori vrijednosti	
					EV/Prihodi (x)	EV/EBITDA (x)
1	Vinci SA	France	Euronext Paris	73.727	1,4x	8,4x
2	Ferrovial SE	Netherlands	BME SPANISH EXCHANGE	27.017	N/A	N/A
3	Bouygues SA	France	Euronext Paris	14.364	0,5x	5,6x
4	ACS Actividades de Construccion y Servicios SA	Spain	BME SPANISH EXCHANGE	11.972	0,4x	34,4x
5	Eiffage SA	France	Euronext Paris	10.307	1,0x	6,2x
6	Sacyr SA	Spain	BME SPANISH EXCHANGE	2.363	2,2x	7,1x
7	Fugro NV	Netherlands	Euronext Amsterdam	2.107	1,1x	7,9x
8	Mota Engil SGPS SA	Portugal	Euronext Lisbon	1.417	0,7x	5,2x
9	Hochtief AG	Germany	Xetra	8.432	0,3x	9,1x
10	Ackermans & Van Haaren NV	Belgium	Euronext Brussels	5.747	3,1x	20,6x
11	Balfour Beatty PLC	United Kingdom	London Stock Exchange	2.284	0,2x	5,1x
12	Airtificial Intelligence Structures SA	Spain	BME SPANISH EXCHANGE	213	2,1x	58,3x
13	Koninklijke BAM Groep NV	Netherlands	Euronext Amsterdam	754	0,0x	2,3x
14	thyssenkrupp nucera AG & Co KgaA	Germany	Xetra	2.282	2,0x	46,8x
15	Kier Group PLC	United Kingdom	London Stock Exchange	595	0,2x	3,2x
16	Keller Group PLC	United Kingdom	London Stock Exchange	781	0,3x	5,0x
17	Obrascon Huarte Lain SA	Spain	BME SPANISH EXCHANGE	298	0,0x	1,0x
18	Morgan Sindall Group PLC	United Kingdom	London Stock Exchange	1.292	0,2x	7,5x

178	Infra Holding AD	Bulgaria	Bulgarian Stock Exchange - Sofia	1	-8,5x	N/A
Medijan					0,7x	7,1x

Kriteriji pretrage usporedivih društava

- Industrijski sektor: Construction & Engineering (NEC)
- Geografsko područje: Europa

A

Multiplikatori vrijednosti

- Pretragom baze podataka Refinitiv Eikon dostupni su multiplikatori vrijednosti cijene u odnosu na kapital (P/B), prihode (P/S) i neto zaradu (P/E) te omjeri vrijednosti u odnosu na prodaju i operativnu dobit prije amortizacije (EV/prihodi i EV/EBITDA).
- Multiplikator P/B nismo razmatrali s obzirom da je isti relevantan kod poduzeća kojima je relevantan pokazatelj kapitala (poput bankarskog sektora i fondova). Multiplikator P/S nismo koristili s obzirom da ne uzima u obzir profitabilnost poduzeća, dok multiplikator P/E nismo koristili jer je isti značajno pod utjecajem računovodstvenih politika i poreznog sustava pojedine zemlje.

IZRAČUN VRIJEDNOSTI PRIMJENOM CCM METODE

Ilustrativna primjena CCM metode ukazuje da vrijednost vlasničkog kapitala iznosi 0 EUR čak i pod pretpostavkom ostvarivanja prihoda iz najboljih godina poslovanja uslijed prezaduženosti. Trenutni novčani tokovi koje Društvo ostvaruje nisu dovoljni za pokriće obveza te prema vrijednosti u upotrebi vrijednost vlasničkog kapitala također iznosi 0 EUR.

- Primjenom identificiranih multiplikatora javno listanih društava usporedivog sektora na povijesne financijske parametre Društva, procijenili smo indikativnu vrijednost poslovanja u rasponu od 2.700 tisuća EUR do 3.300 tisuća EUR, uz srednju vrijednost od 3.000 tisuća EUR.
- Prilagodбом za prilagođeni neto dug na Datum procjene, koji iznosi 10.263 tisuća EUR, procijenili smo indikativnu vrijednost kapitala u iznosu od 0 EUR.
- Multiplikatori su aplicirani na financijske parametre na bazi prihoda koje je Društvo ostvarivalo 2008. i 2009. godine kada je poslovalo u punom kapacitetu.
- Financijski parametri dvogodišnjeg razdoblja uzeti su radi činjenice da se donekle smanji utjecaj specifičnih događaja pojedinog razdoblja.
- Ilustrativna primjena CCM metode ukazuje da vrijednost vlasničkog kapitala iznosi 0 EUR čak i pod pretpostavkom ostvarivanja prihoda iz najboljih godina poslovanja uslijed prezaduženosti. Trenutni novčani tokovi koje Društvo ostvaruje nisu dovoljni za pokriće obveza te prema vrijednosti u upotrebi vrijednost vlasničkog kapitala također iznosi 0 EUR.

Metoda usporedivih kompanija (LPG)

Izračun vrijednosti

000 EUR	(10,0%)	Medijan	10,0%
Indikativna vrijednost društva			
	Poslovni prihodi	Multiplikator	EV/Prihodi
12m2008 - ostvareno	5.105	0,7x	3.003 3.337 3.671
12m2009 - ostvareno	3.993	0,7x	2.349 2.610 2.871
	Prosjeak		2.676 2.973 3.271
	EBITDA pril.	Multiplikator	EV/EBITDA
12m2008 - tržišno	472	7,1x	3.003 3.337 3.671
12m2009 - tržišno	369	7,1x	2.349 2.610 2.871
	Prosjeak		2.676 2.973 3.271
Vrijednost društva (enterprise value) - zaokruženo			
	2.700	3.000	3.300
Neto dug	(10.263)	(10.263)	(10.263)
Neoperativna imovina	-	-	-
Vrijednost vlasničkog kapitala (equity value) - zaokruženo			
	(7.600)	(7.300)	(7.000)

Financijski parametri

- U svrhu vrednovanja koristili smo prihode Društva na bazi 2008. i 2009. godine kada je Društvo poslovalo u punom kapacitetu.
- Na taj način uzet je u obzir i povijesni rezultat Društva, što je izrazito bitno u kontekstu Društva koje se trenutno nalazi u izrazito izazovnom periodu poslovanja i ne posluje u punom operativnom kapacitetu.

Multiplikatori vrijednosti

- U svrhu procjene korišteni su široko primijenjeni parametri vrijednosti u odnosu na prihode i EBITDA čija je primjena najpopularnija radi relativno male osjetljivosti na različitosti u računovodstvenim politikama.
- Parametri obuhvaćaju promet i profitabilnost ciljanog društva te kao takvi daju kredibilnu mjeru vrijednosti, međutim, iako su relativno imuni na računovodstvene politike, u određenoj mjeri moguće su razlike između računovodstvenih politika u segmentu priznavanja prihoda, troškova zaposlenika i slično.



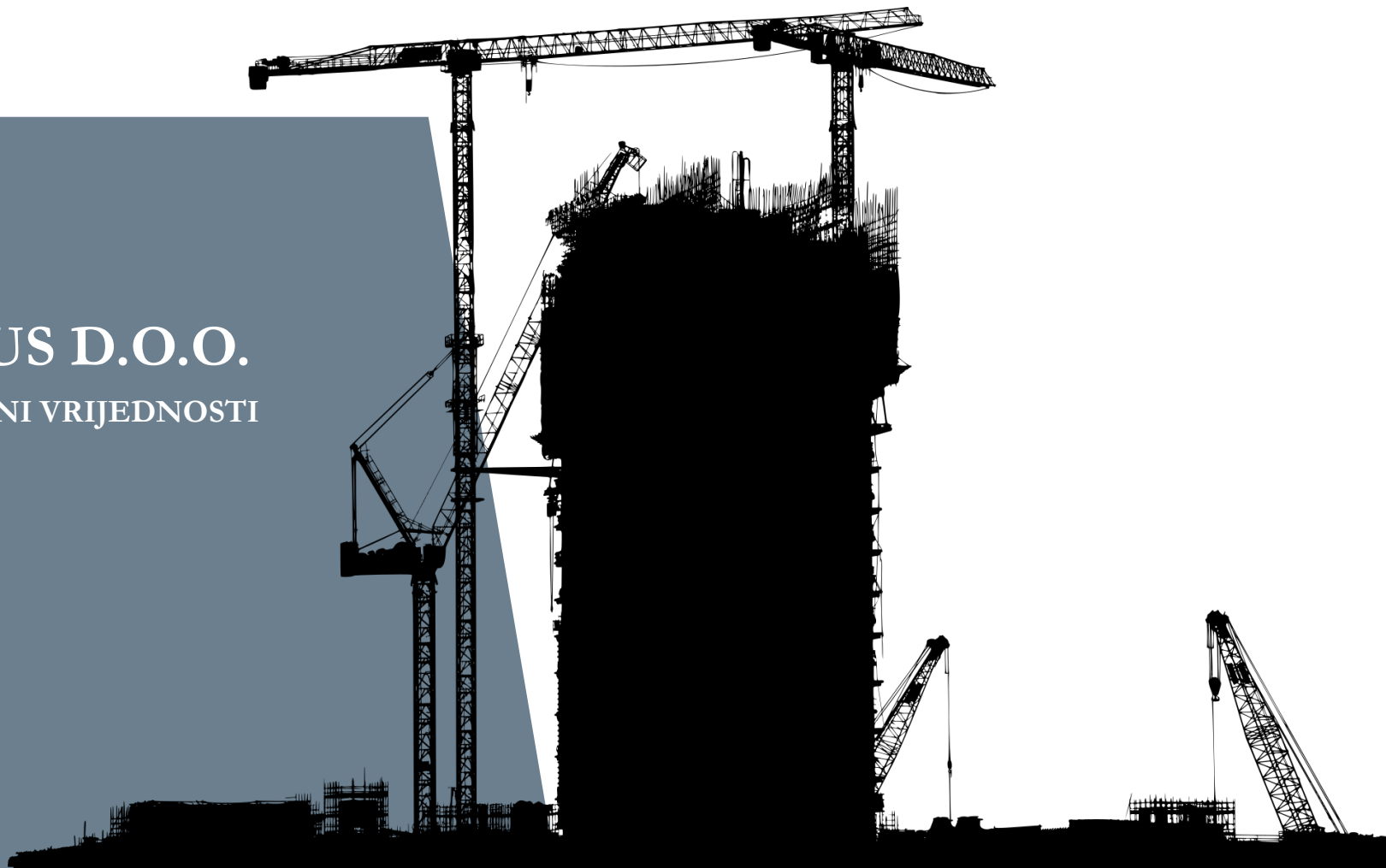
MARČINKOVIĆ
& PARTNERI

OMNIGENUS D.O.O.

IZVJEŠTAJ O PROCJENI VRIJEDNOSTI

31. SIJEČNJA 2025.

OGRANIČENA UPOTREBA



SKRAĆENICE

Skraćenica	Opis
MP, Savjetnik	Marčinković i partneri d.o.o., Ulica grad Vukovara 269g, Zagreb, Hrvatska
Klijent	MUCIĆ & Co d.o.o. u stečaju, Ulica 4. gardijske brigade 5, Dugopolje
Društvo ili ARTICULATIO	OMNIGENUS d.o.o., Ulica 4. gardijske brigade 5, Dugopolje
CAPEX	Kapitalni izdaci (Capital expenditures)
CAPM	Capital Asset Pricing Model
HNB	Hrvatska narodna banka
DCF	Diskontirani novčani tijek (Discounted Cash Flow)
DIO	Dani vezivanja zaliha (Days inventory turnover)
DSO	Dani naplate potraživanja (Days sales outstanding)
DPO	Dani plaćanja dobavljača (Days payables outstanding)
DLOM	Diskont za nedostatak utrživosti (Discount for lack of marketability)
EBIT	Dobit prije kamata i poreza (Earnings before interest and tax)
EBITDA	Dobit prije kamata, poreza i amortizacije (Earnings before interest, tax, depreciation and amortisation)
NOPAT	Neto operativna dobit umanjena za prilagođeni porez (Net operating profit less adjusted taxes)
IVS	Međunarodni standardi za procjene vrijednosti (International Valuation Standards)
KV	Knjigovodstvena vrijednost
WACC	Prosječni ponderirani trošak kapitala (Weighted average cost of capital)

SADRŽAJ

1	SAŽETAK	101
2	OPĆI I FINANCIJSKI PREGLED DRUŠTVA	106
3	POSLOVNO OKRUŽENJE	110
4	METODOLOGIJA VREDNOVANJA	113
5	TROŠKOVNI PRISTUP	118

DIO 1

SAŽETAK

SAŽETAK PROCJENE VRIJEDNOSTI

PODRUČJE	STR.
Parametri vrednovanja	102
Zaključak analize	105

PARAMETRI VREDNOVANJA (1/3)

Ključni parametar	Opis
Predmet i svrha Izvještaja	<p>Marčinković i partneri d.o.o. („MP”) angažirani su od strane rukovodstva društva MUCIĆ & Co d.o.o. u stečaju („Klijent”) kako bi izrazili svoje mišljenje i zaključke o tržišnoj vrijednosti udjela u društvu OMNIGENUS d.o.o., koristeći preliminarne financijske izvještaje na dan 30.09.2024. godine.</p> <p>Predmet ovog Izvještaja je procjena fer vrijednosti Društva, a koju će Klijent koristiti za interne potrebe menadžmenta.</p>
Datum i valuta Izvještaja	<p>Fer vrijednost procijenjena je na dan 30.09.2024. godine („Datum procjene”).</p> <p>Osim ako nije drugačije naznačeno, brojke predstavljene u ovom Izvještaju prikazane su u tisućama Eura („000 EUR”).</p>
Primatelj izvještaja	<p>Namjeravani primatelj i korisnik ovog Izvještaja je Klijent.</p>
Osnova vrijednosti	<p>Za navedenu svrhu korišten je standard “Fer vrijednost”, definiran prema IVS kao procijenjeni iznos za koji bi neka imovina ili obveza mogla biti razmijenjena na datum procjene između voljnog kupca i voljnog prodavatelja po tržišnim uvjetima nakon prikladnog oglašavanja, te kada su obje strane postupile upućeno, razborito i bez prisile.</p>
Premise vrijednosti	<p>Fer vrijednost procijenjena je na osnovu premise trenutne upotrebe (Value in use) koja pretpostavlja korištenje imovine prema trenutnim okolnostima, a ne onim okolnostima koje bi maksimizirale potencijal i stvorile najveću vrijednost za vlasnika (Highest and best use).</p> <p>Premisa vrijednosti korištena u procjeni jest vremenska neograničenost poslovanja (eng. Going Concern). Ova premisa vrijednosti podrazumijeva:</p> <ul style="list-style-type: none">• da će menadžment kompanije koristiti samo one financijske i operativne strategije koje će maksimizirati vrijednost kompanije;• da nema nesigurnosti vezanih za buduće događaje, kao što su poslovni gubici koji se ponavljaju ili financijske poteškoće, koji bi doveli u pitanje fundamentalnu pretpostavku da kompanija može nastaviti vremenski neograničeno poslovati. <p>Vrijednost je procijenjena ne uzimajući u obzir transakcijske troškove i bez usklađivanja za bilo koje poreze koje bi bilo koja strana plaćala kao izravnu posljedicu transakcije.</p> <p>Također, faktori specifični za određenog kupca ili prodavatelja koji nisu dostupni sudionicima na tržištu isključeni su iz ulaznih parametara koji se koriste u predmetnoj analizi. Dakle, procijenjena tržišna vrijednost ne odražava atribute imovine koji su vrijedni za određenog vlasnika ili kupca i koji nisu dostupni drugim kupcima na tržištu (npr. dodatna vrijednost kroz stvaranje portfelja sredstava, sinergije, porezne olakšice ili porezna opterećenja jedinstvena za subjekt, i sl.).</p>

PARAMETRI VREDNOVANJA (2/3)

Ključni parametar	Opis
Izvor informacija i provedeni postupci	<p>Informacije korištene od strane MP-a kod pripreme ovog Izvještaja prikupljene su iz različitih izvora, kako je navedeno u Dodatku 1 ovog Izvještaja.</p> <p>Postupci koje smo slijedili u skladu su s općim načelima vrednovanja u vezi s vrednovanjem društava s ograničenom odgovornošću. Razmotrili smo općeprihvaćene čimbenike uključujući, ali ne ograničavajući se na, sljedeće:</p> <ul style="list-style-type: none">• Prirodu poslovanja, rizici kojima je podložno poslovanje, povijesni obrasci rasta i buduća razmatranja;• Opću gospodarsku perspektivu, položaj industrije u postojećem gospodarstvu i položaj poduzeća unutar svoje industrije;• Knjigovodstvenu vrijednost i opće financijsko stanje poslovanja;• Sposobnost poslovanja za isplatu dividende;• Postojanje podcijenjenih materijalnih i nematerijalnih vrijednosti;• Sve nedavne prodaje udjela tvrtke;• Tržišnu cijenu dionica, udjela ili imovine tvrtki koje se bave srodnim djelatnostima gdje se takvim dionicama trguje na burzi; i• Druge činjenice i okolnosti za koje smo procijenili da su važne za ukupnu vrijednost. <p>Angažman nije uključivao dodatnu provjeru i verifikaciju dostavljenih i javno dostupnih informacija. Sukladno tome, naša indikativna financijska analiza Društva te shodno tome i indikativna (desktop) analiza vrijednosti Društva je ograničena i ovisna o kvaliteti i dostupnosti pripremljenih podataka, za koje ne preuzimamo nikakvu odgovornost i ne iznosimo stavove vezane za točnost i potpunost niti izdajemo uvjerenje u tom smislu.</p>
Ograničenja i pretpostavke	<p>Projekcije poslovanja korištene u ovom izvještaju sadrže određene stavove, procjene i projekcije u odnosu na očekivane buduće rezultate Društva. Takvi stavovi, procjene i projekcije pripremljene su od strane rukovodstva Društva i ne moraju se pokazati točnima. U ovome Izvještaju ne dajemo nikakvo mišljenje ili stajalište vezano uz točnost takvih stavova, procjena i projekcija jer u stvarnosti obično postoje odstupanja između procjena i stvarnih rezultata, a ta odstupanja mogu biti materijalno značajna. Također, poslovanje Društva izloženo je čimbenicima na koje Društvo ne može utjecati, poput makroekonomskih čimbenika (kretanje BDP a RH i sl.), geopolitičkih problema (invazija Rusije na Ukrajinu, nemiri na bliskom istoku), više sile i sl.</p>

PARAMETRI VREDNOVANJA (3/3)

Ključni parametar	Opis
Korištena metodologija	<p>Iako se pristupi i metode procjene vrijednosti i detalji analiza razlikuju između pojedinih subjekata, postoje tri opće prihvaćena pristupa koja se koriste za procjene vrijednosti kompanije:</p> <ul style="list-style-type: none">• Dohodovni pristup• Tržišni pristup• Troškovni pristup <p>U okviru tri osnovna pristupa može se koristiti nekoliko metoda za procjenu vrijednosti.</p> <p>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, materijalne i nematerijalne imovine.</p> <p>Tržišni pristup indicira vrijednost društva temeljem tržišnih parametara koji se mogu promatrati temeljem (i) cijene dionice na uređenom (aktivnom) tržištu, (ii) usporedbe predmetnog društva sa usporedivim društvima koja se bave sličnim poslovnim aktivnostima i čijim se dionicama trguje na uređenim tržištima kapitala ili (iii) koja su dio javnih ili privatnih transakcija.</p> <p>Troškovni pristup temelji se na načelu supstitucije, putem koje kupac imovine nije spreman platiti više nego što bi bili troškovi zamjene s imovinom iste funkcionalnosti. Troškovni pristup ne uzima u obzir potencijal zarada poslovnog subjekta.</p> <p>Troškovni pristup 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.</p> <p>Kako bismo došli do zaključka vrijednosti, koristili smo troškovni pristup vrednovanju.</p> <p>Molimo pogledajte poglavlje 4 za detaljno objašnjenje svake od metoda procjene vrijednosti te razloge odabira pojedine metode.</p>
Ključne pretpostavke vrijednosti	<p>Ključna pretpostavka procjene vrijednosti vlasničkog kapitala Društva je da imovina društva nije opterećena nikakvim založnim pravima ili obvezama, nastalim temeljem sudužništva, garancije za tuđi dug ili slično. Ova pretpostavka omogućuje procjenu vrijednost vlasničkog kapitala, ne uzimajući u obzir eventualne terete ili obveze koje bi mogle umanjiti vrijednost vlasničkog kapitala. MP ne preuzima odgovornost niti izražava mišljenje o informacijama koje nije zaprimio tijekom rada, a koji bi mogli utjecati na Društvo i/ili njegovo poslovanje i vrijednost.</p>

ZAKLJUČAK ANALIZE

Na temelju činjenica i pretpostavki primjenom NAV metode, procjenjujemo da je fer vrijednost vlasničkog kapitala Društva jednaka 0 EUR prema podacima na dan 30.09.2024. godine.

Pristup i metodologija

Marčinković i partneri d.o.o. („MP” ili „Savjetnik”) izvršili su procjenu fer vrijednosti kapitala društva OMNIGENUS na dan 30.09.2024. godine na temelju financijskih izvješća za razdoblje od 2020. do 2023. godine te preliminarnih financijskih izvješća na dan 30.09.2024., uz dostupne javne podatke.

Financijske projekcije pripremljene su temeljem dostavljenih i javno dostupnih podataka, a uključuju projekcije računa dobiti i gubitka, neto duga, planiranih investicija te radnog kapitala.

U svrhu izračuna vrijednosti razmotrili smo općeprihvaćene pristupe i metode vrednovanja poslovanja, te koristili sljedeće:

Pristup	Metoda
---------	--------

Troškovni pristup	Metoda neto vrijednosti imovine (NAV)
-------------------	---------------------------------------

- Statički pristup vrednovanju koristili smo obzirom na činjenicu da je Društvo prodalo materijalnu imovinu koja je činila 99% imovine te se imovina Društva na datum procjene sastoji isključivo od potraživanja.

Razlog nekorisćenja ostalih pristupa i metoda vrednovanja:

- DCF metodu odbacili smo obzirom na činjenicu da Savjetnik u trenutku izrade ovog Izvještaja ne raspolaže poslovnim planom Društva niti informacijama managementa vezanim uz buduća i očekivana kretanja poslovanja i poslovnih rezultata
- Metode tržišnog pristupa (tržišna cijena, CTM i CCM) pretpostavljaju da se vrijednost tvrtke može odrediti usporedbom s vrijednosnim parametrima dobivenim iz dovršenih nedavnih transakcija (M&A) i cijenama dionica usporedivih tvrtki (peer grupe). Nismo koristili ovaj pristup jer dionice Društva ne kotiraju na uređenom tržištu čime smo isključili primjenu metode tržišne cijene i CCM metode, a CTM metodu nismo koristili s obzirom da nismo identificirali dovoljan uzorak društava koje su bile predmet recentnih transakcija kupoprodaje udjela, a koje su prema profilu, veličini i izloženosti rizicima dovoljno usporedive s Društvom.

Zaključak

S obzirom na prethodno navedeno, mišljenja smo kako je **indikativna tržišna vrijednost 100% vlasničkog kapitala Društva na dan 30.09.2024. godine jednaka 0 tis EUR**, strukturirano kako slijedi:

000 EUR	Metoda	Fer vrijednost
Prilagođena vrijednost imovine	NAV	136
Prilagođena vrijednost obveza	NAV	(19)
Vrijednost kapitala (Equity value)		117

- Vrijednost vlasničke glavnice izračunata je primjenom NAV metode kao vrijednost prilagođena vrijednost imovine umanjena za prilagođenu vrijednost obveza.

Rezultat analize vrednovanja ne predstavlja mišljenje o pravičnosti naknade (fairness opinion) ili investicijski savjet i ne treba se tako tumačiti. Naši zaključci ne služe kao zamjena za proces dubinskog snimanja, a financijske institucije ili bilo koja druga treća strana trebala bi izvršiti vlastiti dubinski snimak kako bi strukturirala moguću transakciju. Sukladno tome, ovo izvješće o procjeni vrijednosti nije namijenjeno u investicijske svrhe.

DIO 2

OPĆI I FINANCIJSKI PREGLED DRUŠTVA

PREGLED OSNOVNIH INFORMACIJA O DRUŠTVU

PODRUČJE	STR.
Opći podaci o Društvu	107
Pregled poslovanja	108
Pregled financijskog stanja	109

OPĆI PODACI O DRUŠTVU

Društvo je osnovano 2012. godine dok se pretežita djelatnost odnosi na proizvodnju električne energije (D - opskrba električnom energijom, plinom, parom i klimatizacija).

Ukratko o društvu

Društvo je osnovano 11. listopada 2012. godine, a osnivač je društvo MUCIĆ & Co d.o.o. Društvo sukladno važećim odredbama Zakona o računovodstvu spada u skupinu mikro poduzetnika.

Temeljni kapital Društva iznosi 2.654,46 EUR te Društvo u prethodnom razdoblju nije mijenjao iznos temeljnog kapitala. Sjedište Društva u Dugopolju. Društvo na 31Pro2022 nije imalo zaposlenih.

Proizvodnja električne energije osnovna je djelatnost Društva, a navedeno uključuje rad kapaciteta koji imaju mogućnost proizvodnje električne energije uključujući termalnu, nuklearnu hidroelektričnu energiju, parne turbine te dizelsko gorivo i obnovljivu energiju.

PROIZVODNJA ELEKTRIČNE ENERGIJE

Instalirani kapaciteti za proizvodnju električne energije u Republici Hrvatskoj obuhvaćaju hidro i termoelektre, veći broj vjetroelektrana i drugih elektrana na obnovljive izvore energije te određeni broj industrijskih termoelektrana. Većinski vlasnik velikih proizvodnih kapaciteta je HEP grupa (tvrtka u vlasništvu Republike Hrvatske). Privatni proizvođači posjeduju uglavnom elektrane na OIE. Na kraju 2021. godine ukupna raspoloživa snaga elektrana na teritoriju Republike Hrvatske iznosila je 4 872,9 MW, od čega 1 547,2 MW u termoelektre, 2 200,5 MW u hidroelektre, 986,9 MW u vjetroelektre i 138,3 MW u sunčanim elektre. Za potrebe elektroenergetskog sustava Republike Hrvatske koristi se i 348 MW iz NE Krško (tj. 50 % ukupno raspoložive snage elektrane u skladu s vlasničkim udjelima).

Obnovljivi izvori energije postaju sve značajniji u ukupnoj opskrbi energijom Republike Hrvatske. Porast instaliranih kapaciteta za proizvodnju električne energije iz obnovljivih izvora prati i njezina proizvodnja pa je tako u 2021. godini proizvedeno oko 3 500 GWh električne energije iz obnovljivih izvora te je ta proizvodnja činila 23,1% ukupne proizvodnje, uz izuzetak velikih hidroelektrana.

Proizvodnja električne energije iz OIE u Hrvatskoj 2021. godine:

Vrsta izvora / Type of renewable energy source	Proizvodnja električne energije / Electricity generation (GWh)
Sunce / Solar	148,9
Vjetar / Wind	2 061,8
Biomasa / Biomass	659,6
Bioplín / Biogas	440,2
Male hidroelektre / Small hydro	115,2
Geotermalna / Geothermal	89,7
Ukupno / Total	3 515,4

U 2021. godini iz elektrana s važećim ugovorom o poticanju u FIT sustavu (Sustav feed-in tarifa) proizvedeno je 3 494 GWh električne energije, a isplaćeno je 442 mil EUR poticaja za proizvedenu energiju.

PREGLAD POSLOVANJA

Poslovanje Društva odnosilo se na proizvodnju i opskrbu električnom energijom, dok je EBITDA rezultat pozitivan tijekom promatranog perioda izuzev tijekom FY2023 kada je isti pod snažnim utjecajem gubitka od prodaje dugotrajne materijalne imovine. Društvo tijekom 2024 godine nije ostvarivalo prihode, obzirom na činjenicu da je sva značajna imovina temeljem koje je Društvo ostvarivalo prihode prodana.

RDG (OMNIGENUS)

000 EUR	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023 YTD2024 (9m)		2020-2023
	Ostvareno	Ostvareno	Ostvareno	Ostvareno	Ostvareno	CAGR
Prihodi od prodaje	15	10	27	42	0	41%
Ostali poslovni prihodi	10	-	-	69	0	90%
A Poslovni prihodi	25	10	27	111	0	64%
Materijalni troškovi	(3)	(1)	(9)	-4	-1	10%
Ostali troškovi	(1)	(1)	(1)	0	0	-100%
B Ostali poslovni rashodi	-	-	-	-246	0	N/A
Poslovni rashodi	(3)	(1)	(10)	-250	-1	337%
C EBITDA - izvještajna	22	9	17	-139	-1	-285%
<i>EBITDA marža izvještajna</i>	<i>87,5%</i>	<i>87,8%</i>	<i>64,3%</i>	<i>-125,23%</i>	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>
Amortizacija	(48)	(48)	(48)	-37	0	-8%
EBIT (na izvještajnu EBITDA)	(25)	(39)	(30)	-176	-1	92%
Financijski prihodi	0	1	0	0	0	N/A
Financijski rashodi	(11)	(18)	(18)	-5	0	-23%
Neto financijski rezultat	(11)	(17)	(18)	-5	0	-23%
Dobit prije poreza	(36)	(56)	(48)	-181	-1	71%
Porez na dobit	-	-	-	-	-	N/A
Dobit/(gubitak) razdoblja	(36)	(56)	(48)	-181	-1	71%
<i>Neto marža</i>	<i>-141,9%</i>	<i>-552,5%</i>	<i>-180,2%</i>	<i>-163,06%</i>	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>

A Društvo je u FY2023 ostvarilo najviše poslovne prihode tijekom promatranog razdoblja, u iznosu od 111 tisuća EUR, od kojih se 42 tisuća EUR odnosi na prihode od prodaje električne energije, dok se ostali poslovni prihodi odnose na prihode od prodaje dugotrajne imovine. Društvo tijekom 2024 godine nije ostvarivalo prihode, obzirom na činjenicu da je sva značajna imovina temeljem koje je Društvo ostvarivalo prihode prodana tijekom 2023. godine.

B Prema podacima za FY2023 glavna kategorija poslovnih rashoda odnosi se na ostale poslovne rashode koje čine gubitak od prodaje dugotrajne materijalne imovine. Ostale kategorije poslovnih rashoda nisu materijalno značajne. Društvo u promatranom razdoblju nije imalo zaposlenika.

C EBITDA rezultat pozitivan je između FY2020 i FY2022, dok je isti u FY2022 negativan i iznosi -139 tisuća EUR, radi gubitka nastalog prodajom dugotrajne materijalne imovine.

PREGLED FINANCIJSKOG STANJA

Na 30Ruj-2024 neto dug Društva iznosi 689 tisuća EUR. Kapital Društva negativan je tijekom svih razdoblja promatranog perioda.

Bilanca stanja - prilagođena (OMNIGENUS)

000 EUR	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.9.2024	2020-2023
	Ostvareno	Ostvareno	Ostvareno	Ostvareno	Ostvareno	CAGR
Materijalna imovina	379	331	284	0	0	-100%
A Infrastruktura	379	331	284	0	0	-100%
Potraživanja od kupaca	0	0	1	2	0	N/A
Obveze prema dobavljačima	(7)	(7)	(18)	-14	-14	26%
Trgovinski radni kapital	(6)	(6)	(18)	-12	-14	26%
Ostala potraživanja	-	-	0	0	0	N/A
Ostale kratkoročne obveze	(591)	(676)	(760)	-1	0	-88%
Ostali radni kapital	(591)	(676)	(760)	-1	0	-88%
B Neto radni kapital	(598)	(682)	(778)	-13	-14	-72%
Dugoročne financijske obveze	(303)	(243)	(182)	0	0	-100%
Kratkoročne financijske obveze	(3)	(3)	(9)	-692	-689	513%
Financijske obveze	(306)	(245)	(191)	-692	-689	31%
Kratkotrajna financijska imovina	107	122	163	0	0	-100%
Novac u banci i blagajni	0	1	1	2	0	N/A
Novac i novčani ekvivalenti	107	123	164	2	0	-73%
C Neto (dug)/višak novca	(199)	(122)	(27)	-690	-689	51%
Ostale stavke (neto)	-	-	-	0	0	N/A
Neto imovina/kapital	(418)	(473)	(521)	-703	-703	19%
Temeljni kapital	3	3	3	3	3	0%
Zadržana dobit/(preneseni gubitak)	(384)	(420)	(476)	-524	-705	11%
Dobit/(gubitak) razdoblja	(36)	(56)	(48)	-182	-1	72%
Manjinski interes	-	-	-	-	-	N/A
Kapital i rezerve	(418)	(473)	(521)	-703	-703	19%

A	Društvo je tijekom 2023. godine prodalo svu Materijalnu imovinu koju su činila energetska postrojenja (solarne ćelije).
B	Trgovinski radni kapital Društva negativan je tijekom promatranog perioda, dok neto radni kapital iznosi negativnih 14 tisuća EUR prema preliminarnim podacima na 30Ruj-2024.
C	Društvo na 30Ruj-2024 ima iskazan neto dug u iznosu od 689 tisuća EUR. <ul style="list-style-type: none"> Kratkoročne financijske obveze prvenstveno se odnose na obveze za preuzeta plaćanja temeljem ugovora o cesiji, asignaciji i preuzimanjem duga koje iznose 689 tisuća EUR.

DIO 3

POSLOVNO OKRUŽENJE

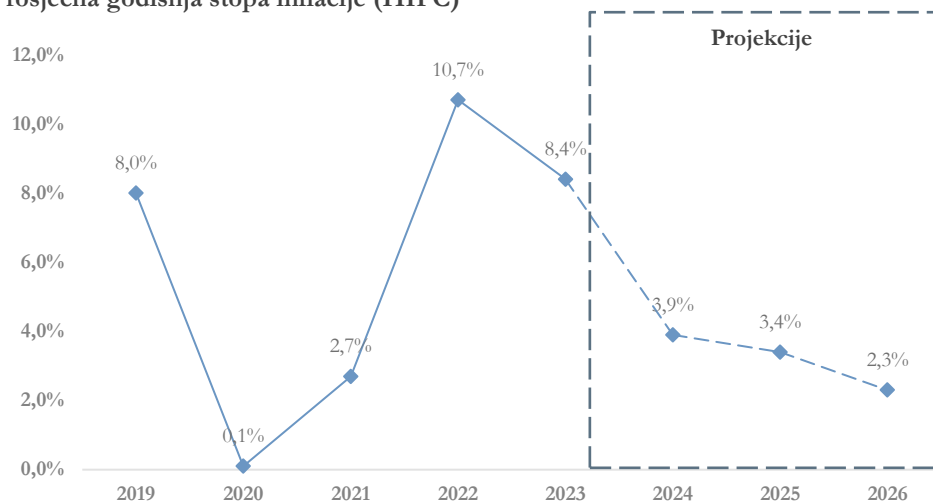
MAKROEKONOMSKI INDIKATORI

PODRUČJE	STR.
Makroekonomsko okruženje	111

MAKROEKONOMSKI INDIKATORI (1/2)

Predviđena godišnja stopa inflacije tijekom 2024. godine iznosi 3,9% što je znatan pomak u odnosu na iznadprosječno visoke stope tijekom 2022. i 2023. godine (8,4-10,7%). U narednim razdobljima predviđa se daljnji pad inflacije na razinu od 2,3-3,4%, uz istovremeno očekivane stope smanjenja nezaposlenosti, s trenutnih 5-6% na ispod 5%.

Prosječna godišnja stopa inflacije (HIPC)

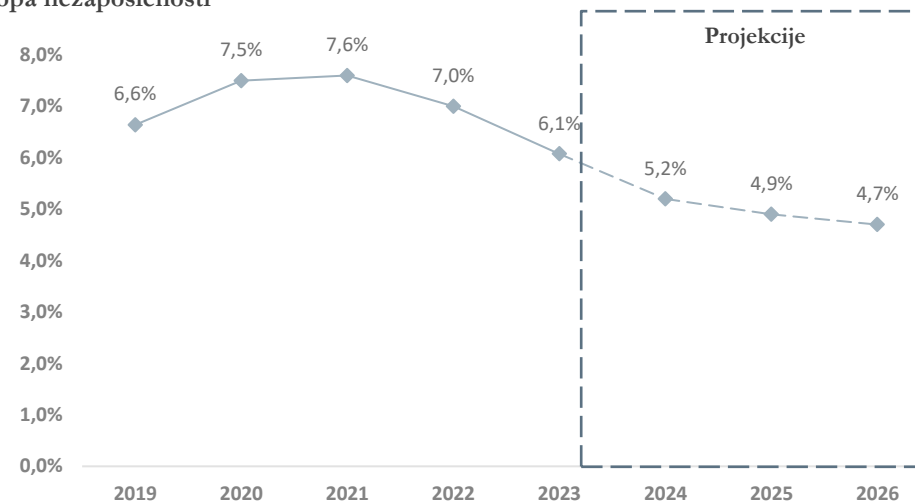


Izvor: HNB

Na grafikonu je prikazano kretanje prosječne godišnje stope inflacije mjerene harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena za razdoblje od 2019. do 2026. godine. Najviša stopa inflacije zabilježena je 2022. godine, što se pripisuje trgovinskim sankcijama uvedenima Rusiji zbog invazije na Ukrajinu. Navedene sankcije značajno su utjecale na rast cijena energenata, koji su se povećali u odnosu na prethodne godine. Primjena restriktivne monetarne politike pridonijela je usporavanju inflacije, što se pozitivno odrazilo na cijene energenata, prehrambenih i drugih sirovina na svjetskom tržištu. Dodatno, normalizacija globalnih lanaca opskrbe utjecala je na smanjenje uvoznih i proizvođačkih cijena na domaćem tržištu.

Makroekonomski analitičari projiciraju daljnji pad inflacije s očekivanim stopama od 3,9% u 2024., 3,4% u 2025. i 2,3% u 2026. godini.

Stopa nezaposlenosti



Izvor: HNB

Grafikon prikazuje kretanje stope nezaposlenosti u periodu od 2019. do 2026. godine. Tijekom prve tri godine promatranog razdoblja stopa nezaposlenosti rasla je sa 6,6% u 2019. godini na 7,6% u 2021. godini, nakon čega bilježi trend smanjenja. Stopa nezaposlenosti u 2023. godini iznosila je 6,1%, što je smanjenje za 0,9 postotnih poena u odnosu na 2022. godinu. Stopa nezaposlenosti ne uključuje ekonomski neaktivne osobe kao što su dugotrajno nezaposleni, djeca ili umirovljenici.

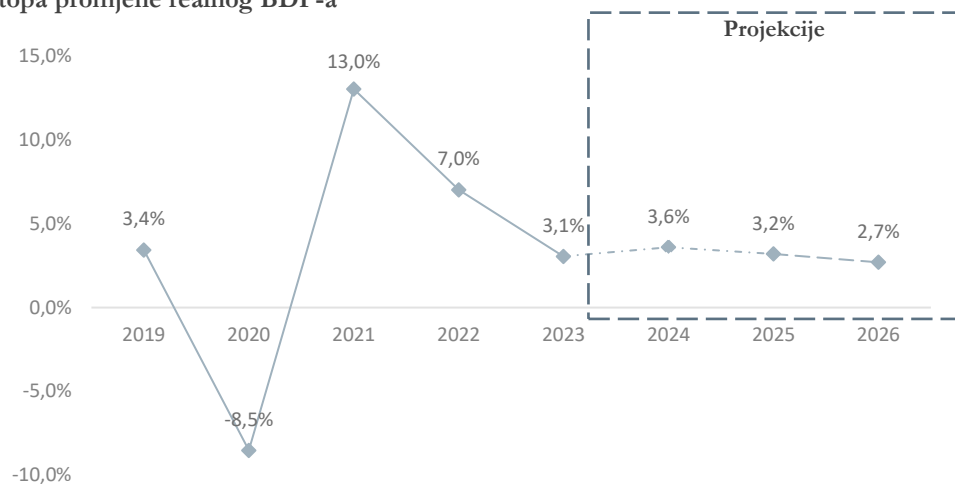
Negativni demografski trendovi i pozitivni trendovi ukupne zaposlenosti dovode do značajnih poremećaja na tržištu rada u vidu nedostatka (kvalitetne) radne snage što je ključan ekonomski izazov u Hrvatskoj.

Makroekonomski analitičari projiciraju smanjenje stope nezaposlenosti na 5,2% u 2024. godini, 4,9% u 2025. godini i 4,7% u 2026. godini.

MAKROEKONOMSKI INDIKATORI (2/2)

Predviđeno je daljnje usporavanje gospodarskog rasta, s očekivanim rastom od 3,2% u 2025. godini i 2,7% u 2026. godini. Projekcije UN-a sugeriraju snažan depopulacijski trend u Hrvatskoj te se predviđa da će se do kraja 2026. godine broj stanovnika smanjiti za 1,5% u odnosu na popis stanovništva iz 2021.godine.

Stopa promjene realnog BDP-a

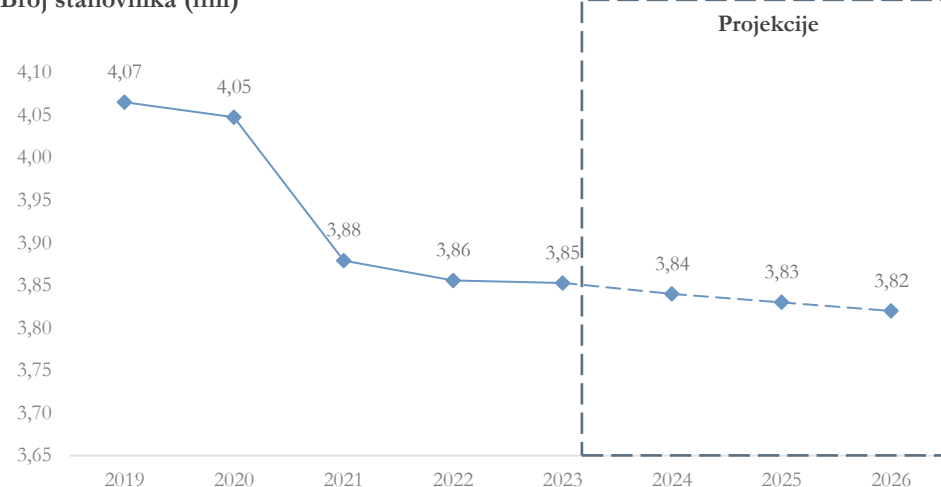


Izvor: HNB

Ovim grafikonom prikazane su stope promjene realnog BDP-a za razdoblje od 8 godina. U 2020. godini, s pojavom COVID-19 i uvođenjem protuepidemijskih mjera, poput zatvaranja ugostiteljskih objekata (restorana, kafića, noćnih klubova i slično), došlo je do smanjenja potrošnje i usporavanja gospodarske aktivnosti, što je rezultiralo padom BDP-a od 8,5% u odnosu na prethodnu godinu. Nakon postupnog popuštanja protuepidemijskih mjera i otvaranja gospodarstva u 2021. godini dolazi do snažnog oporavka realnog BDP-a koji je iznosio 13%. U 2022. i 2023. godini bilježi se usporavanje stope rasta BDP-a, što upućuje na stabilizaciju gospodarstva nakon razdoblja volatilnosti. U 2024. godini, makroekonomski analitičari projiciraju rast realnog BDP-a od 3,6%.

Prema projekcijama makroekonomskih analitičara, predviđa se daljnje usporavanje gospodarskog rasta, s očekivanim rastom od 3,2% u 2025. godini i 2,7% u 2026. godini.

Broj stanovnika (mil)



Izvor: UN

Prema podacima posljednjeg popisa stanovništva iz 2021. godine, u Republici Hrvatskoj živi nešto manje od 3,9 milijuna stanovnika, od čega 48% čine muškarci, a 52% žene. U usporedbi s prethodnim popisom iz 2011. godine, broj stanovnika smanjio se za više od 400.000 osoba, odnosno za 10%.

Ukupno stanovništvo Hrvatske kontinuirano opada već gotovo tri desetljeća. Pad broja stanovnika započeo je ranije i odvija se znatno većim intenzitetom u odnosu na demografske trendove na europskoj razini.

Prema projekcijama UN-a, Hrvatsku očekuje snažan depopulacijski trend te se predviđa da će se do kraja 2026. godine broj stanovnika smanjiti za 1,5% u odnosu na broj zabilježen na posljednjem popisu stanovništva iz 2021. godine.

DIO 4

METODOLOGIJA VREDNOVANJA

PRISTUP I METODE PROCJENE VRIJEDNOSTI POSLOVANJA

PODRUČJE	STR.
Pristup i metode vrednovanja	114
Aplicirani pristup i metode	117

PRISTUP I METODE VREDNOVANJA

Tradicionalni pristupi i metode vrednovanja poslovanja

Pristupi vrednovanju poslovanja

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.

Najčešće korištene metode:

- Metoda diskontiranog novčanog tijeka („DCF“)
- Direktna kapitalizacija

Prednosti:

- Fundamentalna, „čista“ vrijednost
- Uzima u obzir buduću, razvojni potencijal kompanije

Ograničenja:

- Primjena metode zahtjeva velik broj ulaznih parametara i znanje financijskog modeliranja
- Pouzdano prognoziranje budućih novčanih tokova može biti izazovno

Tržišni pristup

Tržišni pristup indicira vrijednost društva temeljem tržišnih parametara koji se mogu promatrati temeljem (i) cijene dionice na uređenom (aktivnom) tržištu, (ii) usporedbe predmetnog društva sa usporedivim društvima koja se bave sličnim poslovnim aktivnostima i čijim se dionicama trguje na uređenim tržišnim kapitala ili (iii) koja su dio javnih ili privatnih transakcija.

Najčešće korištene metode:

- Metoda tržišne
- Metoda usporedivih društava
- Metoda usporedivih transakcija

Prednosti:

- Relativno jednostavna primjena i razumijevanje metode
- Odražava tržišni sentiment

Ograničenja:

- Teško je pronaći usporedive tvrtke ili transakcije
- Informacije o cijeni transakcija možda nisu pouzdane
- Povijesni rezultati poslovanja možda nisu relevantni za vrednovanje u trenutnim tržišnim okolnostima

Troškovni pristup

Troškovni pristup temelji se na načelu supstitucije, putem koje kupac imovine nije spreman platiti više nego što bi bili troškovi zamjene s imovinom iste funkcionalnosti. Ovaj pristup najčešće se koristi kod tvrtki koje čija vrijednost najviše ovisi o vrijednosti materijalne imovine i postoji zanemariva ili nikakva vrijednost radne snage i/ili nematerijalne imovine.

Najčešće korištene metode:

- Metoda neto imovine (Net Asset Value ili „NAV“)
- Likvidacijska vrijednost

Prednosti:

- n/a

Ograničenja:

- Ne uzima u obzir potencijal zarada poslovnog subjekta
- Zahtijeva zasebno vrednovanje nekretnina, opreme i strojeva, zaliha i sl. imovine
- Često ne uključuje vrijednost goodwilla i nematerijalne imovine;

PRISTUP I METODE VREDNOVANJA

Pristupi i metode vrednovana poslovanja

a) 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.

Najčešće korištena metoda je metoda diskontiranog novčanog tijeka („DCF”).

DCF metoda

- Prema DCF metodi vrijednost imovine koja se vrednuje temelji se na očekivanim budućim novčanim tokovima, diskontiranim na sadašnju vrijednost po stopi koja odražava očekivane prinose i rizike povezane s ostvarenjem novčanih tokova. Ukupna vrijednost utvrđuje se kao sadašnja vrijednost budućih slobodnih novčanih tokova.
- Kod vrednovanja poduzeća, projiciraju se slobodni novčani tijekovi te se diskontiraju za eksplicitno predviđeno razdoblje i trajnu (terminalnu) vrijednost nakon toga. Slobodni novčani tokovi predstavljaju gotovinu koja je dostupna za distribuciju i svim investitorima u poduzeće (vlasnicima i kreditorima).
- Diskontna stopa je ponderirani prosječni trošak kapitala (“WACC”), temeljen na optimalnoj strukturi kapitala u odnosu na stvarnu strukturu kapitala. WACC je prikladna diskontna stopa za izračunavanje sadašnje vrijednosti budućih novčanih tokova budući da uzima u obzir i rizik kapitala i duga te omjer duga i kapitala tvrtke.
- Trajna (terminalna) vrijednost izračunava se na temelju poslovnog potencijala za daljnji rast nakon eksplicitnog razdoblja predviđanja. Primjenjuje se “model konstantnog rasta” koji podrazumijeva očekivanu konstantnu stopu rasta (zauvijek) novčanih tokova.
- Faktor diskontiranja (stopa diskontiranja budućih novčanih tokova) ne odražava samo vremensku vrijednost novca, već i rizik povezan s budućim poslovanjem poduzeća.
- Tako izvedena vrijednost poslovanja/tvrtke dodatno se smanjuje za vrijednost duga, ako postoji, (neto novca i novčanih ekvivalenata) kako bi se dobila vrijednost za vlasnike poslovanja. Višak imovine/neoperativna imovina također se usklađuje.

a) Tržišni pristup

Tržišni pristup indicira vrijednost društva temeljem cijene dionice na uređenom (aktivnom) tržištu, temeljem usporedbe predmetnog društva sa usporedivim društvima koja se bave sličnim poslovnim aktivnostima i čijim se dionicama trguje na uređenim tržišnim kapitala ili koja su dio javnih ili privatnih transakcija. U okviru tržišnog pristupa vrijednost društva može se procijeniti kroz metodu tržišne cijene, metodu usporedivih društava ili metodu usporedivih transakcija.

Najčešće korištene metode:

- Metoda tržišne cijene (Market Price Method)
- Metoda usporedivih društava (Comparable Company Method ili skraćeno „CCM”).
- Metoda usporedivih transakcija (Comparable Transactions Method ili skraćeno „CTM”).

Metoda tržišne cijene

- Prema ovoj metodi, tržišna cijena dionice koja se kotira na uređenom tržištu obično se smatra fer vrijednošću vlasničkih dionica tog društva gdje takve kotacije proizlaze iz dionica kojima se redovito i slobodno trguje. Tržišna vrijednost općenito odražava percepciju investitora o tržišnoj vrijednosti tvrtke.

Metoda usporedivih društava (“CCM”)

- Prema CCM metodi vrijednost kompanije se utvrđuje na temelju multiplikatora vrijednosti izvedenih iz vrednovanja usporedivih kompanija, što se očituje kroz tržišnu vrijednost njihovih dionica koje kotiraju na uređenim tržištima i kojima se aktivno trguje. Ova metoda temelji se na načelu da se tržišne transakcije dionicama usporedivih kompanija odvijaju između informiranih kupaca i informiranih prodavatelja te da uključuju sve čimbenike relevantne za procjenu. Relevantne multiplikatore vrijednosti treba pažljivo odabrati i prilagoditi razlikama između okolnosti.
- Vrijednost dobivenu primjenom ove metode potrebno je prilagoditi za vrijednost potencijalnih obveza, viška imovine i benefita koji se plaćaju povlaštenim dioničarima, ako ih ima, kako bi se došlo do vrijednosti za dioničare.

PRISTUP I METODE VREDNOVANJA

Metoda usporedivih transakcija (“CTM”)

- Prema CTM metodi vrijednost kompanije može se procijeniti analizom cijene koju su platili kupci za sličnu kompaniju u sličnim tržišnim okolnostima. Ovo je metoda vrednovanja u kojoj će se uspoređivati recentne tržišne transakcije kako bi se procijenila trenutna vrijednost ciljane kompanije.

c) Troškovni pristup:

Troškovni pristup temelji se na načelu supstitucije, putem koje kupac imovine nije spreman platiti više nego što bi bili troškovi zamjene s imovinom iste funkcionalnosti. Troškovni pristup razmatra tržišnu vrijednost imovine i obveza, bez obzira na njenu iskazanu knjigovodstvenu vrijednost. 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.

Metoda neto vrijednosti imovine (“NAV”)

- Metoda neto vrijednosti imovine (“NAV”) prema troškovnom pristupu, razmatra imovinu i obveze, uključujući nematerijalnu imovinu i potencijalne obveze. Neto imovina, nakon smanjenja davanja povlaštenim dioničarima, ako ih ima, predstavlja vrijednost društva.
- NAV metoda je prikladna u slučaju kada je glavna snaga poslovanja njegova aktiva, a ne kapacitet ili potencijal za ostvarivanje dobiti.
- Ovaj pristup vrednovanja uglavnom se koristi u slučajevima kada baza imovine dominira u odnosu na sposobnost zarade. Nedostatak ovog pristupa je što ne uzima u obzir potencijal poslovanja društva, odnosno uporabu imovine.

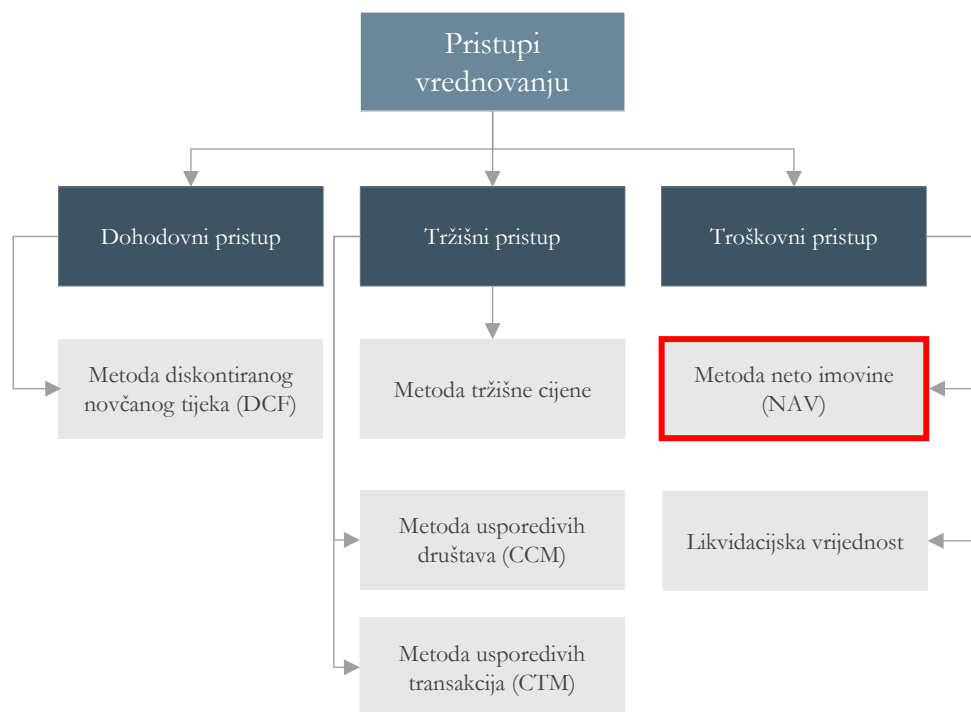
Likvidacijska vrijednost

- Likvidacijska vrijednost, u odnosu na NAV metodu, uzima u obzir i dodatne troškove likvidacije poduzeća u slučaju takvog ishoda.
- Moguće je razmotriti pretpostavku (i) urednog postupka likvidacije ili (ii) prisilnog postupka likvidacije.

APLICIRANI PRISTUP I METODE

Za potrebe donošenja zaključka o vrijednosti, a uzimajući u obzir predmet i svrhu procjene, koristili smo dohodovni pristup vrednovanju.

Pregled i odabir pristupa i metoda vrednovanja



Značenje

Korištena metoda

Obrazloženje korištenog pristupa i metode vrednovanja

Vrijednost vlasničke glavnice izračunata je primjenom NAV metode kao vrijednost prilagođena vrijednost imovine umanjena za prilagođenu vrijednost obveza.

- **Dohodovni pristup:** Pod pretpostavkom sadašnje upotrebe, stvarna vrijednost poslovanja Društva odražavala bi se u budućem potencijalu zarade korištenjem temeljne imovine (stavljanjem iste u upotrebu). Obzirom na činjenicu da Savjetnik u trenutku izrade ovog Izvještaja ne raspolaže poslovnim planom Društva niti informacijama managementa vezanim uz buduća i očekivana kretanja poslovanja i poslovnih rezultata, Savjetnik je odbacio dohodovni pristup kao metodu procjene.
- **Tržišni pristup:** Metode tržišnog pristupa (CTM i CCM) pretpostavljaju da se vrijednost tvrtke može odrediti usporedbom s vrijednosnim parametrima dobivenim iz dovršenih nedavnih transakcija (M&A) i cijenama dionica usporedivih kompanija (peer grupe). Nismo koristili ovaj pristup jer dionice Društva ne kotiraju na uređenom tržištu čime smo isključili primjenu metode tržišne cijene i CCM metode, a CTM metodu nismo koristili radi nemogućnosti identifikacije uzorka društava koje su bile predmet recentnih transakcija (M&A), a koje su prema profilu, veličini i rizicima usporedive s Društvom.
- **Troškovni pristup:** Obzirom na činjenicu da je sva materijalna imovina knjigovodstveno opisana, te je elaboratom o procjeni solarnih panela u vlasništvu Društva, izvršenim od strane neovisnog sudskog vještaka za elektroniku, elektrotehniku i automatiku, elektrotehniku u graditeljstvu i elektrostrojarstvo, utvrđeno da tržišna vrijednost istih iznosi 0 EUR, utrživa imovina Društva se na datum procjene sastoji isključivo od potraživanja, te se samim time ova metoda procjene smatra najprikladnijom za utvrđivanje fer vrijednosti vlasničkog kapitala Društva.

DIO 5

TROŠKOVNI PRISTUP

PROCJENA VRIJEDNOSTI PRIMJENOM METODE NETO IMOVINE

PODRUČJE	STR.
Primjena i izračun metodom neto imovine (NAV)	119

IZRAČUN VRIJEDNOSTI PRIMJENOM NAV METODE

Na temelju činjenica i pretpostavki primjenom NAV metode, procjenjujemo da je fer vrijednost vlasničkog kapitala Društva jednaka 0 EUR prema podacima na dan 30.09.2024. godine.

- Društvo tijekom 2024 godine nije ostvarivalo prihode, obzirom na činjenicu da je sva značajna imovina temeljem koje je Društvo ostvarivalo prihode prodana tijekom 2023. godine.
- Knjigovodstvena vrijednost obveza koje na datum 30.09.2024. iznose 703 tis EUR prilagođena je za pretpostavljeni iznos otpisa koji iznosi 352 tis EUR, što predstavlja 50% knjigovodstvene vrijednosti. Pretpostavljeni iznos otpisa odnosi se na umanjeње knjigovodstvene vrijednosti.
- Osjetljivost vrijednosti kapitala testirana je istovremenim povećanjem/ smanjenjem vjerojatnosti postotka otpisa potraživanja prema društvima unutar grupe i prema ostalim subjektima.

000 EUR	30.9.2024		30.9.2024
	Ostvareno	Prilagodba	Fer vrijednost
Materijalna imovina	0	-	0
Dugotrajna imovina	0	-	0
Potraživanja od kupaca	0	-	0
Ostala potraživanja	0	-	0
Kratkotrajna financijska imovina	0	-	0
Novac u banci i blagajni	0	-	0
Kratkotrajna imovina	0	-	0
(A) Ukupna imovina	0	-	0
Dugoročne obveze	-	-	-
Kratkoročne financijske obveze	689	-345	345
Obveze prema dobavljačima	14	-7	7
Ostale kratkoročne obveze	0	-	0
Kratkoročne obveze	703	-352	352
(B) Ukupne obveze	703	-352	352
(A - B) Neto imovina	-703	352	-352

Metoda neto vrijednosti imovine

- Troškovni pristup temelji se na načelu supstitucije, putem koje kupac imovine nije spreman platiti više nego što bi bili troškovi zamjene s imovinom iste funkcionalnosti. Troškovni pristup razmatra tržišnu vrijednost imovine i obveza, bez obzira na njenu iskazanu knjigovodstvenu vrijednost. Razlika između procijenjene fer tržišne vrijednosti imovine i obveza predstavlja vrijednost kapitala.
- Metoda neto vrijednosti imovine ("NAV") prema troškovnom pristupu, razmatra imovinu i obveze, uključujući nematerijalnu imovinu i potencijalne obveze. Neto imovina, nakon smanjenja davanja povlaštenim dioničarima, ako ih ima, predstavlja vrijednost društva.
- Oduzimanjem prilagođene vrijednosti obveza od prilagođene vrijednosti imovine, dolazi se do vrijednosti 100% udjela u društvu OMNIGENUS d.o.o.

ANALIZA OSJETLJIVOSTI - VRIJEDNOST KAPITALA

Otpis obveza				
0%	25%	50%	75%	100%
-703	-527	-352	-176	0



MARČINKOVIĆ
& PARTNERI

PCS POSLOVNI CENTAR SVETICE D.O.O.

IZVJEŠTAJ O PROCJENI VRIJEDNOSTI

31. SIJEČNJA 2025.

OGRANIČENA UPOTREBA



SKRAĆENICE

Skraćenica	Opis
MP, Savjetnik	Marčinković i partneri d.o.o., Ulica grad Vukovara 269g, Zagreb, Hrvatska
Klijent	MUCIĆ & Co d.o.o. u stečaju, Ulica 4. gardijske brigade 5, Dugopolje
Društvo ili PCS	PCS Poslovni Centar Svetice d.o.o., Planinska ulica 13A, Zagreb
HNB	Hrvatska narodna banka
DIO	Dani vezivanja zaliha (Days inventory turnover)
DSO	Dani naplate potraživanja (Days sales outstanding)
DPO	Dani plaćanja dobavljača (Days payables outstanding)
EBIT	Dobit prije kamata i poreza (Earnings before interest and tax)
EBITDA	Dobit prije kamata, poreza i amortizacije (Earnings before interest, tax, depreciation and amortisation)
IVS	Međunarodni standardi za procjene vrijednosti (International Valuation Standards)
KV	Knjigovodstvena vrijednost

SADRŽAJ

1	SAŽETAK	123
2	OPĆI I FINANCIJSKI PREGLED DRUŠTVA	128
3	POSLOVNO OKRUŽENJE	132
4	METODOLOGIJA VREDNOVANJA	135
5	TROŠKOVNI PRISTUP	140

DIO 1

SAŽETAK

SAŽETAK PROCJENE VRIJEDNOSTI

PODRUČJE	STR.
Parametri vrednovanja	124
Zaključak analize	127

PARAMETRI VREDNOVANJA (1/3)

Ključni parametar	Opis
Predmet i svrha Izvještaja	<p>Marčinković i partneri d.o.o. („MP”) angažirani su od strane rukovodstva društva MUCIĆ & Co d.o.o. u stečaju („Klijent”) kako bi izrazili svoje mišljenje i zaključke o tržišnoj vrijednosti udjela u društvu PCS Poslovni Centar Svetice d.o.o., koristeći preliminarne financijske izvještaje na dan 30.09.2024. godine.</p> <p>Predmet ovog Izvještaja je procjena fer vrijednosti Društva, a koju će Klijent koristiti za interne potrebe menadžmenta.</p>
Datum i valuta Izvještaja	<p>Fer vrijednost procijenjena je na dan 30.09.2024. godine („Datum procjene”).</p> <p>Osim ako nije drugačije naznačeno, brojke predstavljene u ovom Izvještaju prikazane su u Eurima („EUR”).</p>
Primatelj izvještaja	<p>Namjeravani primatelj i korisnik ovog Izvještaja je Klijent.</p>
Osnova vrijednosti	<p>Za navedenu svrhu korišten je standard “Fer vrijednost”, definiran prema IVS kao procijenjeni iznos za koji bi neka imovina ili obveza mogla biti razmijenjena na datum procjene između voljnog kupca i voljnog prodavatelja po tržišnim uvjetima nakon prikladnog oglašavanja, te kada su obje strane postupile upućeno, razborito i bez prisile.</p>
Premisa vrijednosti	<p>Fer vrijednost procijenjena je na osnovu premise trenutne upotrebe (Value in use) koja pretpostavlja korištenje imovine prema trenutnim okolnostima, a ne onim okolnostima koje bi maksimizirale potencijal i stvorile najveću vrijednost za vlasnika (Highest and best use).</p> <p>Premisa vrijednosti korištena u procjeni jest vremenska neograničenost poslovanja (eng. Going Concern). Ova premisa vrijednosti podrazumijeva:</p> <ul style="list-style-type: none">• da će menadžment kompanije koristiti samo one financijske i operativne strategije koje će maksimizirati vrijednost kompanije;• da nema nesigurnosti vezanih za buduće događaje, kao što su poslovni gubici koji se ponavljaju ili financijske poteškoće, koji bi doveli u pitanje fundamentalnu pretpostavku da kompanija može nastaviti vremenski neograničeno poslovati. <p>Vrijednost je procijenjena ne uzimajući u obzir transakcijske troškove i bez usklađivanja za bilo koje poreze koje bi bilo koja strana plaćala kao izravnu posljedicu transakcije.</p> <p>Također, faktori specifični za određenog kupca ili prodavatelja koji nisu dostupni sudionicima na tržištu isključeni su iz ulaznih parametara koji se koriste u predmetnoj analizi. Dakle, procijenjena tržišna vrijednost ne odražava atribute imovine koji su vrijedni za određenog vlasnika ili kupca i koji nisu dostupni drugim kupcima na tržištu (npr. dodatna vrijednost kroz stvaranje portfelja sredstava, sinergije, porezne olakšice ili porezna opterećenja jedinstvena za subjekt, i sl.).</p>

PARAMETRI VREDNOVANJA (2/3)

Ključni parametar	Opis
Izvor informacija i provedeni postupci	<p>Informacije korištene od strane MP-a kod pripreme ovog Izvještaja prikupljene su iz različitih izvora, kako je navedeno u Dodatku 1 ovog Izvještaja.</p> <p>Postupci koje smo slijedili u skladu su s općim načelima vrednovanja u vezi s vrednovanjem društava s ograničenom odgovornošću. Razmotrili smo općeprihvaćene čimbenike uključujući, ali ne ograničavajući se na, sljedeće:</p> <ul style="list-style-type: none">• Prirodu poslovanja, rizici kojima je podložno poslovanje, povijesni obrasci rasta i buduća razmatranja;• Opću gospodarsku perspektivu, položaj industrije u postojećem gospodarstvu i položaj poduzeća unutar svoje industrije;• Knjigovodstvenu vrijednost i opće financijsko stanje poslovanja;• Sposobnost poslovanja za isplatu dividende;• Postojanje podcijenjenih materijalnih i nematerijalnih vrijednosti;• Sve nedavne prodaje udjela tvrtke;• Tržišnu cijenu dionica, udjela ili imovine tvrtki koje se bave srodnim djelatnostima gdje se takvim dionicama trguje na burzi; i• Druge činjenice i okolnosti za koje smo procijenili da su važne za ukupnu vrijednost. <p>Angažman nije uključivao dodatnu provjeru i verifikaciju dostavljenih i javno dostupnih informacija. Sukladno tome, naša indikativna financijska analiza Društva te shodno tome i indikativna (desktop) analiza vrijednosti Društva je ograničena i ovisna o kvaliteti i dostupnosti pripremljenih podataka, za koje ne preuzimamo nikakvu odgovornost i ne iznosimo stavove vezane za točnost i potpunost niti izdajemo uvjerenje u tom smislu.</p>
Ograničenja i pretpostavke	<p>Projekcije poslovanja korištene u ovom izvještaju sadrže određene stavove, procjene i projekcije u odnosu na očekivane buduće rezultate Društva. Takvi stavovi, procjene i projekcije pripremljene su od strane rukovodstva Društva i ne moraju se pokazati točnima. U ovome Izvještaju ne dajemo nikakvo mišljenje ili stajalište vezano uz točnost takvih stavova, procjena i projekcija jer u stvarnosti obično postoje odstupanja između procjena i stvarnih rezultata, a ta odstupanja mogu biti materijalno značajna. Također, poslovanje Društva izloženo je čimbenicima na koje Društvo ne može utjecati, poput makroekonomskih čimbenika (kretanje BDP a RH i sl.), geopolitičkih problema (invazija Rusije na Ukrajinu, nemiri na bliskom istoku), više sile i sl.</p>

PARAMETRI VREDNOVANJA (3/3)

Ključni parametar	Opis
Korištena metodologija	<p>Iako se pristupi i metode procjene vrijednosti i detalji analiza razlikuju između pojedinih subjekata, postoje tri opće prihvaćena pristupa koja se koriste za procjene vrijednosti kompanije:</p> <ul style="list-style-type: none">• Dohodovni pristup• Tržišni pristup• Troškovni pristup <p>U okviru tri osnovna pristupa može se koristiti nekoliko metoda za procjenu vrijednosti.</p> <p>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, materijalne i nematerijalne imovine.</p> <p>Tržišni pristup indicira vrijednost društva temeljem tržišnih parametara koji se mogu promatrati temeljem (i) cijene dionice na uređenom (aktivnom) tržištu, (ii) usporedbe predmetnog društva sa usporedivim društvima koja se bave sličnim poslovnim aktivnostima i čijim se dionicama trguje na uređenim tržištima kapitala ili (iii) koja su dio javnih ili privatnih transakcija.</p> <p>Troškovni pristup temelji se na načelu supstitucije, putem koje kupac imovine nije spreman platiti više nego što bi bili troškovi zamjene s imovinom iste funkcionalnosti. Troškovni pristup ne uzima u obzir potencijal zarada poslovnog subjekta.</p> <p>Troškovni pristup 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.</p> <p>Kako bismo došli do zaključka vrijednosti, koristili smo troškovni pristup vrednovanju.</p> <p>Molimo pogledajte poglavlje 4 za detaljno objašnjenje svake od metoda procjene vrijednosti te razloge odabira pojedine metode.</p>
Ključne pretpostavke vrijednosti	<p>Ključna pretpostavka procjene vrijednosti vlasničkog kapitala Društva je da imovina društva nije opterećena nikakvim založnim pravima ili obvezama, nastalim temeljem sudužništva, garancije za tuđi dug ili slično. Ova pretpostavka omogućuje procjenu vrijednosti vlasničkog kapitala, ne uzimajući u obzir eventualne terete ili obveze koje bi mogle umanjiti vrijednost vlasničkog kapitala. MP ne preuzima odgovornost niti izražava mišljenje o informacijama koje nije zaprimio tijekom rada, a koji bi mogli utjecati na Društvo i/ili njegovo poslovanje i vrijednost.</p>

ZAKLJUČAK ANALIZE

Na temelju činjenica i pretpostavki primjenom NAV metode, procjenjujemo da je fer vrijednost vlasničkog kapitala Društva jednaka 0 EUR prema podacima na dan 30.09.2024. godine.

Pristup i metodologija

Marčinković i partneri d.o.o. („MP” ili „Savjetnik”) izvršili su procjenu fer vrijednosti kapitala društva PCS na dan 30.09.2024. godine na temelju financijskih izvješća za razdoblje od 2020. do 2023. godine te preliminarnih financijskih izvješća na dan 30.09.2024., uz dostupne javne podatke.

Financijske projekcije pripremljene su temeljem dostavljenih i javno dostupnih podataka, a uključuju projekcije računa dobiti i gubitka, neto duga, planiranih investicija te radnog kapitala.

U svrhu izračuna vrijednosti razmotrili smo općeprihvaćene pristupe i metode vrednovanja poslovanja, te koristili sljedeće:

Pristup	Metoda
Troškovni pristup	Metoda neto vrijednosti imovine (NAV)

- Statički pristup vrednovanju koristili smo obzirom na činjenicu da je Društvo prodalo nekretninu koja je činila 99% imovine te se imovina Društva na datum procjene sastoji isključivo od potraživanja.

Razlog nekorisćenja ostalih pristupa i metoda vrednovanja:

- DCF metodu odbacili smo obzirom na činjenicu da Savjetnik u trenutku izrade ovog Izvještaja ne raspolaže poslovnim planom Društva niti informacijama managementa vezanim uz buduća i očekivana kretanja poslovanja i poslovnih rezultata
- Metode tržišnog pristupa (tržišna cijena, CTM i CCM) pretpostavljaju da se vrijednost tvrtke može odrediti usporedbom s vrijednosnim parametrima dobivenim iz dovršenih nedavnih transakcija (M&A) i cijenama dionica usporedivih tvrtki (peer grupe). Nismo koristili ovaj pristup jer dionice Društva ne kotiraju na uređenom tržištu čime smo isključili primjenu metode tržišne cijene i CCM metode, a CTM metodu nismo koristili s obzirom da nismo identificirali dovoljan uzorak društava koje su bile predmet recentnih transakcija kupoprodaje udjela, a koje su prema profilu, veličini i izloženosti rizicima dovoljno usporedive s Društvom.

Zaključak

S obzirom na prethodno navedeno, mišljenja smo kako je **indikativna tržišna vrijednost 100% vlasničkog kapitala Društva na dan 30.09.2024. godine jednaka 0 EUR**, strukturirano kako slijedi:

000 EUR	Metoda	Fer vrijednost
Prilagođena vrijednost imovine	NAV	13
Prilagođena vrijednost obveza	NAV	(4.884)
Vrijednost kapitala (Equity value)		(4.871)
Vrijednost kapitala (Equity value) - konačno		0

- Vrijednost vlasničke glavnice izračunata je primjenom NAV metode kao vrijednost prilagođena vrijednost imovine umanjena za prilagođenu vrijednost obveza.

Rezultat analize vrednovanja ne predstavlja mišljenje o pravičnosti naknade (fairness opinion) ili investicijski savjet i ne treba se tako tumačiti. Naši zaključci ne služe kao zamjena za proces dubinskog snimanja, a financijske institucije ili bilo koja druga treća strana trebala bi izvršiti vlastiti dubinski snimak kako bi strukturirala moguću transakciju. Sukladno tome, ovo izvješće o procjeni vrijednosti nije namijenjeno u investicijske svrhe.

DIO 2

OPĆI I FINANCIJSKI PREGLED DRUŠTVA

PREGLED OSNOVNIH INFORMACIJA O DRUŠTVU

PODRUČJE	STR.
Opći podaci o Društvu	129
Pregled poslovanja	130
Pregled financijskog stanja	131

OPĆI PODACI O DRUŠTVU

PCS Poslovni Centar Svetice d.o.o. društvo je specijalizirano za promet nekretninama, osnovano 2003. godine.

Ukratko o društvu

Društvo je osnovano 13.10.2003. godine, a osnivač Društva je društvo MUCIĆ & Co d.o.o.

Temeljni kapital Društva iznosi 984.617,43 EUR, te se isti u promatranom razdoblju nije mijenjao. Društvo sukladno važećim odredbama Zakona o računovodstvu spada u skupinu malih poduzetnika, a tip vlasništva je privatno od osnivanja.

Dna 01. lipnja 2021. godine, austrijska tvrtka LIAK CEE DEVELOPMENT GmbH izašla je iz suvlasništva u društvu PCS Poslovni centar Svetice d.o.o., pa je jedini vlasnik direktor Društva Stanislav Mucić preko svoje tvrtke MUCIĆ & Co d.o.o.

Predmet poslovanja:

70	POSLOVANJE NEKRETNINAMA
74.13	Istraživanje tržišta i ispitivanje javnoga mnijenja
74.14	Savjetovanje u vezi s poslovanjem i upravljanjem
74.15	Upravljačke djelatnosti holding-društava
74.40	Promidžba (reklama i propaganda)
*	Djelatnost ostalih agencija u prometu
*	Kupnja i prodaja robe
*	Obavljanje trgovačkog posredovanja na domaćem i inozemnom tržištu
*	Zastupanje inozemnih tvrtki
*	projektiranje, građenje, uporaba i uklanjanje građevina
*	usluge otpremništva

PREDSTEČAJNA NAGODBA

Dužnik je Trgovačkom sudu u Zagrebu 25. kolovoza 2020. podnijelo prijedlog za otvaranje predstečajnoga postupka, dok se kao razlog navodi da postoji predstečajni razlog prijeteće nesposobnosti za plaćanje zbog blokade računa. Rješenjem Trgovačkog suda u Zagrebu, obustavlja se predstečajni postupak nad dužnikom PCS Poslovni centar Svetice d.o.o. Dana 29. rujna 2020. Društvo je povuklo prijedlog za otvaranje predstečajnoga postupka.

PREGLAD POSLOVANJA

Društvo u FY2023 i YTD2024 (9m) nije ostvarivalo prihode od prodaje dok se većina poslovnih prihoda u FY2021 i FY2022 odnosi na ostale poslovne prihode.

RDG (PSC SVETICE)

000 EUR	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023YTD2024 (9m)		2019-2022
	Ostvareno	Ostvareno	Ostvareno	Ostvareno	Ostvareno	CAGR
Prihodi od prodaje	1.850	496	-	-	-	-100%
Ostali poslovni prihodi	46	8.948	730	344	-	96%
A Poslovni prihodi	1.897	9.444	730	344	-	-43%
B Materijalni troškovi	(658)	(299)	(6)	-1	-	-89%
Ostali troškovi	(117)	(15)	-	-4	-	-68%
Rezerviranja	-	(10.371)	-	-	-	N/A
Ostali poslovni rashodi	(630)	(0)	-	-	-	-100%
Poslovni rashodi	(1.405)	(10.685)	(6)	-5	-	-85%

EBITDA - izvještajna	491	(1.241)	724	339	-	-12%
<i>EBITDA marža izvještajna</i>	<i>25,9%</i>	<i>-13,1%</i>	<i>99,2%</i>	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>

Amortizacija	(679)	(113)	-	-	-	-100%
--------------	-------	-------	---	---	---	-------

EBIT (na izvještajnu EBITDA)	(188)	(1.354)	724	339	-	-222%
Financijski prihodi	43	72	0	12	-	-35%
Financijski rashodi	(1.217)	(132)	(0)	-2	-	-88%
Neto financijski rezultat	(1.174)	(60)	(0)	10	-	-120%

Dobit prije poreza	(1.362)	(1.414)	724	349	-	-164%
Porez na dobit	-	-	-	-	-	N/A
Dobit/(gubitak) razdoblja	(1.362)	(1.414)	724	349	-	-164%
<i>Neto marža</i>	<i>-71,8%</i>	<i>-15,0%</i>	<i>99,2%</i>	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>

A	Društvo u protekla tri razdoblja nije ostvarilo prihode od prodaje te se poslovni prihodi odnose na ostale poslovne prihode. U FY2021 većina poslovnih prihoda odnosila se na ostale poslovne prihode.
B	Tijekom FY2020 materijalni troškovi činili su većinu poslovnih rashoda Društva te su se isti ponajviše odnosili na ostale vanjske troškove. Tijekom YTD2024 (9m) Društvo nije ostvarilo prihode, dok su ukupni rashodi iznosili 233 EUR. <ul style="list-style-type: none"> Najznačajnija stavka poslovnih rashoda tijekom promatranog perioda odnosi se na rezerviranja u FY2021 u iznosu od 10.371 tisuća EUR.

PREGLJED FINANCIJSKOG STANJA

Društvo na 30Ruj-2023nema evidentiranu materijalnu imovinu dok se ukupna imovina Društva ponajviše odnosi na dane zajmove povezanim društvima. Novac i financijska imovina značajno premašuju iznosu duga, stoga iznos neto novca iznosi 2.185 tisuća EUR.

Bilanca stanja - prilagođena (PSC SVETICE)

000 EUR	31.12.2020 Ostvareno	31.12.2021 Ostvareno	31.12.2022 Ostvareno	31.12.2023 Ostvareno	30.9.2024 Ostvareno	2020-2023 CAGR
Materijalna imovina	16.702	-	-	-	-	-100%
A Infrastruktura	16.702	-	-	-	-	-100%
Potraživanja od kupaca	80	24	23	14	14	-44%
Obveze prema dobavljačima	(248)	(23)	(23)	0	0	-100%
Trgovinski radni kapital	(168)	1	(1)	14	14	-144%
Ostala potraživanja	60	13	5	0	0	-100%
Aktivna vremenska razgraničenja	45	-	-	0	0	-100%
Ostale kratkoročne obveze	(258)	(4)	(1)	0	0	-100%
Pasivna vremenska razgraničenja	(93)	-	-	0	0	-100%
Ostali radni kapital	(246)	10	4	0	0	-100%
B Neto radni kapital	(414)	10	4	14	14	-132%
Dugoročne financijske obveze	(189)	-	-	-104	-104	-18%
Kratkoročne financijske obveze	(22.806)	(226)	(226)	-235	-235	-78%
Financijske obveze	(22.995)	(226)	(226)	-339	-339	-75%
Dugotrajna financijska imovina	-	2.250	2.408	0	0	0%
Kratkotrajna financijska imovina	-	-	6	4	4	0%
Novac u banci i blagajni	43	164	2	1	2	-71%
Novac i novčani ekvivalenti	43	2.415	2.415	5	6	-51%
C Neto (dug)/višak novca	(22.951)	2.189	2.189	-334	-333	-76%
Dugoročna rezerviranja	-	(10.371)	(9.641)	-9.298	-9.298	N/A
Ostale dugoročne obveze	(94)	-	-	-	-	N/A
Ostale stavke (neto)	(94)	(10.371)	(9.641)	-9.298	-9.298	362%
Neto imovina/kapital	(6.758)	(8.172)	(7.448)	-9.618	-9.617	12%
Temeljni kapital	985	985	985	985	985	0%
Rezerve	4.066	4.066	4.066	1.547	1.547	-28%
Zadržana dobit/(preneseni gubitak)	(10.447)	(11.809)	(13.223)	-12.499	-12.149	6%
Dobit/(gubitak) razdoblja	(1.362)	(1.414)	724	349	0	-164%
Kapital i rezerve	(6.758)	(8.172)	(7.448)	-9.618	-9.617	12%

A	Društvo od FY2021 (dok je na 31Pro-2020 ista iznosila 16.702 tisuće EUR) nema evidentiranu materijalnu imovinu dok se ista na 31Pro2020 prvenstveno odnosila na ulaganja u nekretnine.
B	Trgovinski radni kapital Društva pozitivan je na 30Ruj-2024, dok neto radni kapital iznosi odgovara iznosu trgovinskog radnog kapitala.
C	Društvo na 30Ruj-2024 ima neto dugovnu poziciju, odnosno manjak likvidnih sredstava u iznosu od 333 tisuća EUR. Financijske obveze Društva ponajviše se odnose na obveze za kratkoročne zajmove iz inozemstva te u manjoj mjeri na obveze za financijske zajmove od društava. Kratkotrajna financijska imovina Društva na 30Ruj-2024 odnosi se na dane zajmove povezanim društvima. Do najznačajnije promjene u segmentu obveza Društva dogodila se tijekom FY2021 kada je Društvo značajno smanjilo vlastiti dug, i to za 22.580 tisuća EUR.
D	Dugoročna rezerviranja koja na 30Ruj-2024 iznose 9.298 tisuća EUR odnose se na dugoročna rezerviranja za gubitke po započetim sudskim sporovima.

DIO 3

POSLOVNO OKRUŽENJE

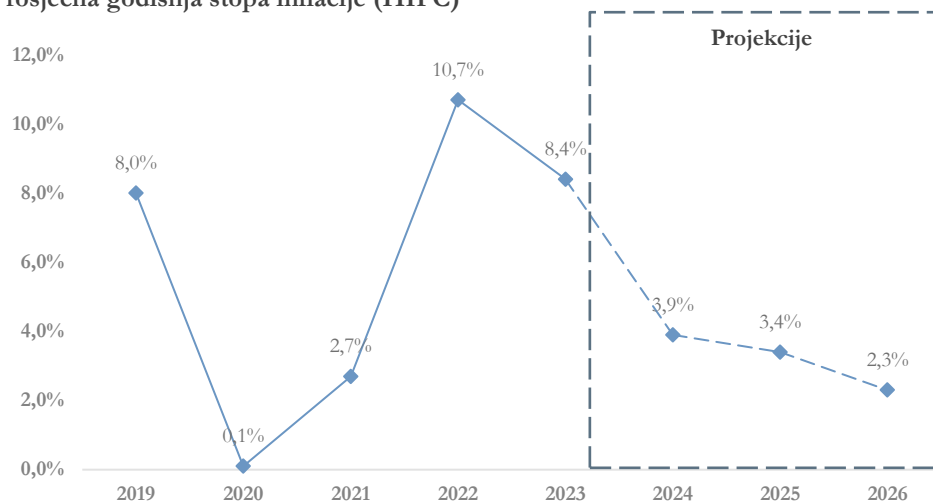
MAKROEKONOMSKI INDIKATORI

PODRUČJE	STR.
Makroekonomsko okruženje	133

MAKROEKONOMSKI INDIKATORI (1/2)

Predviđena godišnja stopa inflacije tijekom 2024. godine iznosi 3,9% što je znatan pomak u odnosu na iznadprosječno visoke stope tijekom 2022. i 2023. godine (8,4-10,7%). U narednim razdobljima predviđa se daljnji pad inflacije na razinu od 2,3-3,4%, uz istovremeno očekivane stope smanjenja nezaposlenosti, s trenutnih 5-6% na ispod 5%.

Prosječna godišnja stopa inflacije (HIPC)

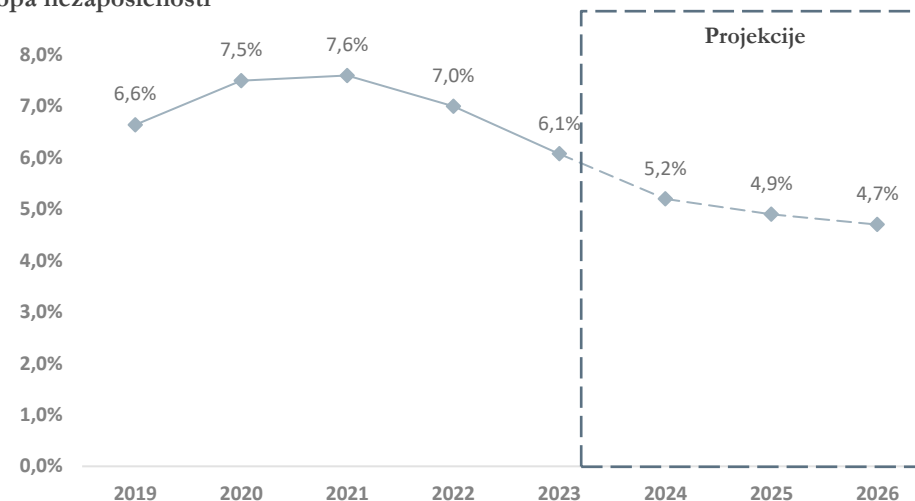


Izvor: HNB

Na grafikonu je prikazano kretanje prosječne godišnje stope inflacije mjerene harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena za razdoblje od 2019. do 2026. godine. Najviša stopa inflacije zabilježena je 2022. godine, što se pripisuje trgovinskim sankcijama uvedenima Rusiji zbog invazije na Ukrajinu. Navedene sankcije značajno su utjecale na rast cijena energenata, koji su se povećali u odnosu na prethodne godine. Primjena restriktivne monetarne politike pridonijela je usporavanju inflacije, što se pozitivno odrazilo na cijene energenata, prehrambenih i drugih sirovina na svjetskom tržištu. Dodatno, normalizacija globalnih lanaca opskrbe utjecala je na smanjenje uvoznih i proizvođačkih cijena na domaćem tržištu.

Makroekonomski analitičari projiciraju daljnji pad inflacije s očekivanim stopama od 3,9% u 2024., 3,4% u 2025. i 2,3% u 2026. godini.

Stopa nezaposlenosti



Izvor: HNB

Grafikon prikazuje kretanje stope nezaposlenosti u periodu od 2019. do 2026. godine. Tijekom prve tri godine promatranog razdoblja stopa nezaposlenosti rasla je sa 6,6% u 2019. godini na 7,6% u 2021. godini, nakon čega bilježi trend smanjenja. Stopa nezaposlenosti u 2023. godini iznosila je 6,1%, što je smanjenje za 0,9 postotnih poena u odnosu na 2022. godinu. Stopa nezaposlenosti ne uključuje ekonomski neaktivne osobe kao što su dugotrajno nezaposleni, djeca ili umirovljenici.

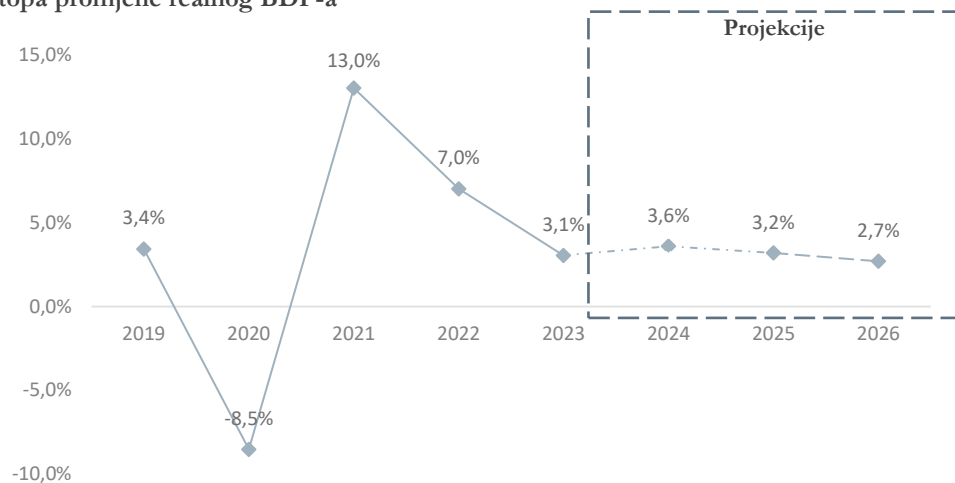
Negativni demografski trendovi i pozitivni trendovi ukupne zaposlenosti dovode do značajnih poremećaja na tržištu rada u vidu nedostatka (kvalitetne) radne snage što je ključan ekonomski izazov u Hrvatskoj.

Makroekonomski analitičari projiciraju smanjenje stope nezaposlenosti na 5,2% u 2024. godini, 4,9% u 2025. godini i 4,7% u 2026. godini.

MAKROEKONOMSKI INDIKATORI (2/2)

Predviđeno je daljnje usporavanje gospodarskog rasta, s očekivanim rastom od 3,2% u 2025. godini i 2,7% u 2026. godini. Projekcije UN-a sugeriraju snažan depopulacijski trend u Hrvatskoj te se predviđa da će se do kraja 2026. godine broj stanovnika smanjiti za 1,5% u odnosu na popis stanovništva iz 2021.godine.

Stopa promjene realnog BDP-a

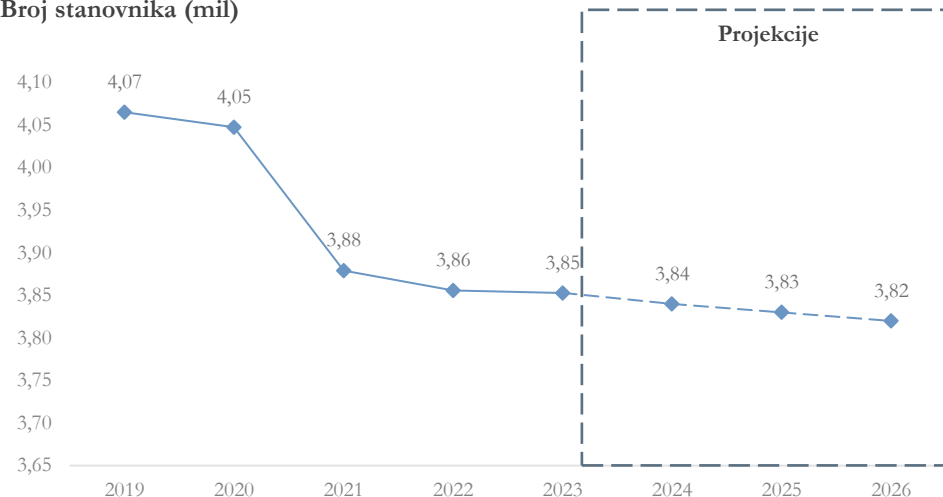


Izvor: HNB

Ovim grafikonom prikazane su stope promjene realnog BDP-a za razdoblje od 8 godina. U 2020. godini, s pojavom COVID-19 i uvođenjem protuepidemijskih mjera, poput zatvaranja ugostiteljskih objekata (restorana, kafića, noćnih klubova i slično), došlo je do smanjenja potrošnje i usporavanja gospodarske aktivnosti, što je rezultiralo padom BDP-a od 8,5% u odnosu na prethodnu godinu. Nakon postupnog popuštanja protuepidemijskih mjera i otvaranja gospodarstva u 2021. godini dolazi do snažnog oporavka realnog BDP-a koji je iznosio 13%. U 2022. i 2023. godini bilježi se usporavanje stope rasta BDP-a, što upućuje na stabilizaciju gospodarstva nakon razdoblja volatilnosti. U 2024. godini, makroekonomski analitičari projiciraju rast realnog BDP-a od 3,6%.

Prema projekcijama makroekonomskih analitičara, predviđa se daljnje usporavanje gospodarskog rasta, s očekivanim rastom od 3,2% u 2025. godini i 2,7% u 2026. godini.

Broj stanovnika (mil)



Izvor: UN

Prema podacima posljednjeg popisa stanovništva iz 2021. godine, u Republici Hrvatskoj živi nešto manje od 3,9 milijuna stanovnika, od čega 48% čine muškarci, a 52% žene. U usporedbi s prethodnim popisom iz 2011. godine, broj stanovnika smanjio se za više od 400.000 osoba, odnosno za 10%.

Ukupno stanovništvo Hrvatske kontinuirano opada već gotovo tri desetljeća. Pad broja stanovnika započeo je ranije i odvija se znatno većim intenzitetom u odnosu na demografske trendove na europskoj razini.

Prema projekcijama UN-a, Hrvatsku očekuje snažan depopulacijski trend te se predviđa da će se do kraja 2026. godine broj stanovnika smanjiti za 1,5% u odnosu na broj zabilježen na posljednjem popisu stanovništva iz 2021. godine.

DIO 4

METODOLOGIJA VREDNOVANJA

PRISTUP I METODE PROCJENE VRIJEDNOSTI POSLOVANJA

PODRUČJE	STR.
Pristup i metode vrednovanja	136
Aplicirani pristup i metode	139

PRISTUP I METODE VREDNOVANJA

Tradicionalni pristupi i metode vrednovanja poslovanja

Pristupi vrednovanju poslovanja

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.

Najčešće korištene metode:

- Metoda diskontiranog novčanog tijeka („DCF“)
- Direktna kapitalizacija

Prednosti:

- Fundamentalna, „čista“ vrijednost
- Uzima u obzir buduću, razvojni potencijal kompanije

Ograničenja:

- Primjena metode zahtjeva velik broj ulaznih parametara i znanje financijskog modeliranja
- Pouzdano prognoziranje budućih novčanih tokova može biti izazovno

Tržišni pristup

Tržišni pristup indicira vrijednost društva temeljem tržišnih parametara koji se mogu promatrati temeljem (i) cijene dionice na uređenom (aktivnom) tržištu, (ii) usporedbe predmetnog društva sa usporedivim društvima koja se bave sličnim poslovnim aktivnostima i čijim se dionicama trguje na uređenim tržišnim kapitala ili (iii) koja su dio javnih ili privatnih transakcija.

Najčešće korištene metode:

- Metoda tržišne
- Metoda usporedivih društava
- Metoda usporedivih transakcija

Prednosti:

- Relativno jednostavna primjena i razumijevanje metode
- Odražava tržišni sentiment

Ograničenja:

- Teško je pronaći usporedive tvrtke ili transakcije
- Informacije o cijeni transakcija možda nisu pouzdane
- Povijesni rezultati poslovanja možda nisu relevantni za vrednovanje u trenutnim tržišnim okolnostima

Troškovni pristup

Troškovni pristup temelji se na načelu supstitucije, putem koje kupac imovine nije spreman platiti više nego što bi bili troškovi zamjene s imovinom iste funkcionalnosti. Ovaj pristup najčešće se koristi kod tvrtki koje čija vrijednost najviše ovisi o vrijednosti materijalne imovine i postoji zanemariva ili nikakva vrijednost radne snage i/ili nematerijalne imovine.

Najčešće korištene metode:

- Metoda neto imovine (Net Asset Value ili „NAV“)
- Likvidacijska vrijednost

Prednosti:

- n/a

Ograničenja:

- Ne uzima u obzir potencijal zarada poslovnog subjekta
- Zahtijeva zasebno vrednovanje nekretnina, opreme i strojeva, zaliha i sl. imovine
- Često ne uključuje vrijednost goodwilla i nematerijalne imovine;

PRISTUP I METODE VREDNOVANJA

Pristupi i metode vrednovana poslovanja

a) 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.

Najčešće korištena metoda je metoda diskontiranog novčanog tijeka („DCF”).

DCF metoda

- Prema DCF metodi vrijednost imovine koja se vrednuje temelji se na očekivanim budućim novčanim tokovima, diskontiranim na sadašnju vrijednost po stopi koja odražava očekivane prinose i rizike povezane s ostvarenjem novčanih tokova. Ukupna vrijednost utvrđuje se kao sadašnja vrijednost budućih slobodnih novčanih tokova.
- Kod vrednovanja poduzeća, projiciraju se slobodni novčani tijekovi te se diskontiraju za eksplicitno predviđeno razdoblje i trajnu (terminalnu) vrijednost nakon toga. Slobodni novčani tokovi predstavljaju gotovinu koja je dostupna za distribuciju i svim investitorima u poduzeće (vlasnicima i kreditorima).
- Diskontna stopa je ponderirani prosječni trošak kapitala (“WACC”), temeljen na optimalnoj strukturi kapitala u odnosu na stvarnu strukturu kapitala. WACC je prikladna diskontna stopa za izračunavanje sadašnje vrijednosti budućih novčanih tokova budući da uzima u obzir i rizik kapitala i duga te omjer duga i kapitala tvrtke.
- Trajna (terminalna) vrijednost izračunava se na temelju poslovnog potencijala za daljnji rast nakon eksplicitnog razdoblja predviđanja. Primjenjuje se “model konstantnog rasta” koji podrazumijeva očekivanu konstantnu stopu rasta (zauvijek) novčanih tokova.
- Faktor diskontiranja (stopa diskontiranja budućih novčanih tokova) ne odražava samo vremensku vrijednost novca, već i rizik povezan s budućim poslovanjem poduzeća.
- Tako izvedena vrijednost poslovanja/tvrtke dodatno se smanjuje za vrijednost duga, ako postoji, (neto novca i novčanih ekvivalenata) kako bi se dobila vrijednost za vlasnike poslovanja. Višak imovine/neoperativna imovina također se usklađuje.

a) Tržišni pristup

Tržišni pristup indicira vrijednost društva temeljem cijene dionice na uređenom (aktivnom) tržištu, temeljem usporedbe predmetnog društva sa usporedivim društvima koja se bave sličnim poslovnim aktivnostima i čijim se dionicama trguje na uređenim tržišnim kapitala ili koja su dio javnih ili privatnih transakcija. U okviru tržišnog pristupa vrijednost društva može se procijeniti kroz metodu tržišne cijene, metodu usporedivih društava ili metodu usporedivih transakcija.

Najčešće korištene metode:

- Metoda tržišne cijene (Market Price Method)
- Metoda usporedivih društava (Comparable Company Method ili skraćeno „CCM”).
- Metoda usporedivih transakcija (Comparable Transactions Method ili skraćeno „CTM”).

Metoda tržišne cijene

- Prema ovoj metodi, tržišna cijena dionice koja se kotira na uređenom tržištu obično se smatra fer vrijednošću vlasničkih dionica tog društva gdje takve kotacije proizlaze iz dionica kojima se redovito i slobodno trguje. Tržišna vrijednost općenito odražava percepciju investitora o tržišnoj vrijednosti tvrtke.

Metoda usporedivih društava (“CCM”)

- Prema CCM metodi vrijednost kompanije se utvrđuje na temelju multiplikatora vrijednosti izvedenih iz vrednovanja usporedivih kompanija, što se očituje kroz tržišnu vrijednost njihovih dionica koje kotiraju na uređenim tržištima i kojima se aktivno trguje. Ova metoda temelji se na načelu da se tržišne transakcije dionicama usporedivih kompanija odvijaju između informiranih kupaca i informiranih prodavatelja te da uključuju sve čimbenike relevantne za procjenu. Relevantne multiplikatore vrijednosti treba pažljivo odabrati i prilagoditi razlikama između okolnosti.
- Vrijednost dobivenu primjenom ove metode potrebno je prilagoditi za vrijednost potencijalnih obveza, viška imovine i benefita koji se plaćaju povlaštenim dioničarima, ako ih ima, kako bi se došlo do vrijednosti za dioničare.

PRISTUP I METODE VREDNOVANJA

Metoda usporedivih transakcija (“CTM”)

- Prema CTM metodi vrijednost kompanije može se procijeniti analizom cijene koju su platili kupci za sličnu kompaniju u sličnim tržišnim okolnostima. Ovo je metoda vrednovanja u kojoj će se uspoređivati recentne tržišne transakcije kako bi se procijenila trenutna vrijednost ciljane kompanije.

c) Troškovni pristup:

Troškovni pristup temelji se na načelu supstitucije, putem koje kupac imovine nije spreman platiti više nego što bi bili troškovi zamjene s imovinom iste funkcionalnosti. Troškovni pristup razmatra tržišnu vrijednost imovine i obveza, bez obzira na njenu iskazanu knjigovodstvenu vrijednost. 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.

Metoda neto vrijednosti imovine (“NAV”)

- Metoda neto vrijednosti imovine (“NAV”) prema troškovnom pristupu, razmatra imovinu i obveze, uključujući nematerijalnu imovinu i potencijalne obveze. Neto imovina, nakon smanjenja davanja povlaštenim dioničarima, ako ih ima, predstavlja vrijednost društva.
- NAV metoda je prikladna u slučaju kada je glavna snaga poslovanja njegova aktiva, a ne kapacitet ili potencijal za ostvarivanje dobiti.
- Ovaj pristup vrednovanja uglavnom se koristi u slučajevima kada baza imovine dominira u odnosu na sposobnost zarade. Nedostatak ovog pristupa je što ne uzima u obzir potencijal poslovanja društva, odnosno uporabu imovine.

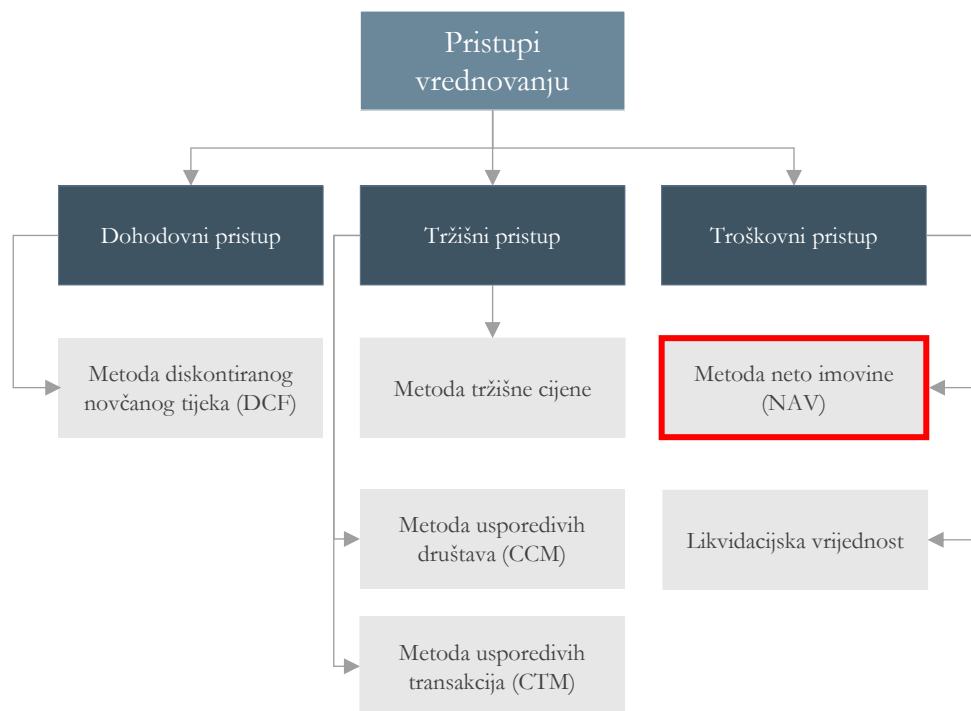
Likvidacijska vrijednost

- Likvidacijska vrijednost, u odnosu na NAV metodu, uzima u obzir i dodatne troškove likvidacije poduzeća u slučaju takvog ishoda.
- Moguće je razmotriti pretpostavku (i) urednog postupka likvidacije ili (ii) prisilnog postupka likvidacije.

APLICIRANI PRISTUP I METODE

Za potrebe donošenja zaključka o vrijednosti, a uzimajući u obzir predmet i svrhu procjene, koristili smo dohodovni pristup vrednovanju.

Pregled i odabir pristupa i metoda vrednovanja



Značenje

Korištena metoda

Obrazloženje korištenog pristupa i metode vrednovanja

Vrijednost vlasničke glavnice izračunata je primjenom NAV metode kao vrijednost prilagođena vrijednost imovine umanjena za prilagođenu vrijednost obveza.

- **Dohodovni pristup:** Pod pretpostavkom sadašnje upotrebe, stvarna vrijednost poslovanja Društva odražavala bi se u budućem potencijalu zarade korištenjem temeljne imovine (stavljanjem iste u upotrebu). Obzirom na činjenicu da Savjetnik u trenutku izrade ovog Izvještaja ne raspolaže poslovnim planom Društva niti informacijama managementa vezanim uz buduća i očekivana kretanja poslovanja i poslovnih rezultata, Savjetnik je odbacio dohodovni pristup kao metodu procjene.
- **Tržišni pristup:** Metode tržišnog pristupa (CTM i CCM) pretpostavljaju da se vrijednost tvrtke može odrediti usporedbom s vrijednosnim parametrima dobivenim iz dovršenih nedavnih transakcija (M&A) i cijenama dionica usporedivih kompanija (peer grupe). Nismo koristili ovaj pristup jer dionice Društva ne kotiraju na uređenom tržištu čime smo isključili primjenu metode tržišne cijene i CCM metode, a CTM metodu nismo koristili radi nemogućnosti identifikacije uzorka društava koje su bile predmet recentnih transakcija (M&A), a koje su prema profilu, veličini i rizicima usporedive s Društvom.
- **Troškovni pristup:** Obzirom na činjenicu da je Društvo prodalo nekretninu koja je činila 99% imovine te se imovina Društva na datum procjene sastoji isključivo od potraživanja, ova metoda procjene smatra se najprikladnijom za utvrđivanje fer vrijednosti vlasničkog kapitala Društva.

DIO 5

TROŠKOVNI PRISTUP

PROCJENA VRIJEDNOSTI PRIMJENOM METODE NETO IMOVINE

PODRUČJE	STR.
Primjena i izračun metodom neto imovine (NAV)	141

IZRAČUN VRIJEDNOSTI PRIMJENOM NAV METODE

Na temelju činjenica i pretpostavki primjenom NAV metode, procjenjujemo da je fer vrijednost vlasničkog kapitala Društva jednaka 0 EUR prema podacima na dan 30.09.2024. godine.

- Izračun vrijednosti vlasničke glavnice društva PCS izvršen je temeljem metode neto vrijednosti imovine.
- Knjigovodstvena vrijednost Potraživanja od kupaca koja na datum 30.09.2024. iznosi 14 tis EUR prilagođena je za pretpostavljeni iznos otpisa koji iznosi 7 tis EUR, što predstavlja 50% knjigovodstvene vrijednosti. Pretpostavljeni iznos otpisa odnosi se na umanjenje knjigovodstvene vrijednosti obzirom na upitnu naplativost u njihovom punom iznosu.
- Knjigovodstvena vrijednost rezerviranja za sudske sporove koja na datum 30.09.2024. iznosi 9,3 mil EUR prilagođena je za pretpostavljenu vjerojatnost uspjeha u sudskom sporu koja iznosi 50%, što se reflektira na umanjenje vrijednosti rezervacije za iznos od 4,6 mil EUR. Pretpostavljeni iznos umanjenja rezervacije odnosi se na umanjenje knjigovodstvene vrijednosti rezervacije obzirom da je predmetni parnični postupak u ranoj fazi, te je prema izvješću odvjetničkog ureda zaduženog za predmet ishod postupka trenutno neizvjestan.
- Osjetljivost vrijednosti kapitala testirana je istovremenim povećanjem/ smanjenjem vjerojatnosti uspjeha spora i postotka otpisa potraživanja.

000 EUR	30.9.2024		30.9.2024
	Ostvareno	Prilagodba	Fer vrijednost
Dugotrajna financijska imovina	-	-	-
a) Ulaganja u udjele, dionice	-	-	-
b) Dani zajmovi, depoziti i sl.	-	-	-
Dugotrajna imovina	-	-	-
Potraživanja od kupaca	14	(7)	7
Kratkotrajna financijska imovina	4	-	4
a) Ulaganja u udjele, dionice	-	-	-
b) Dani zajmovi, depoziti i sl.	4	-	4
Novac u banci i blagajni	2	-	2
Kratkotrajna imovina	20	(7)	13
(A) Ukupna imovina	20	(7)	13
Dugoročna rezerviranja	9.298	(4.649)	4.649
Dugoročne obveze	9.298	(4.649)	4.649
Kratkoročne financijske obveze	235	-	235
Obveze prema dobavljačima	-	-	-
Ostale kratkoročne obveze	-	-	-
Kratkoročne obveze	235	-	235
(B) Ukupne obveze	9.533	(4.649)	4.884
(A – B) Neto imovina	(9.513)	(4.656)	(4.871)

Metoda neto vrijednosti imovine

- Troškovni pristup temelji se na načelu supstitucije, putem koje kupac imovine nije spreman platiti više nego što bi bili troškovi zamjene s imovinom iste funkcionalnosti. Troškovni pristup razmatra tržišnu vrijednost imovine i obveza, bez obzira na njenu iskazanu knjigovodstvenu vrijednost. Razlika između procijenjene fer tržišne vrijednosti imovine i obveza predstavlja vrijednost kapitala.
- Metoda neto vrijednosti imovine (“NAV”) prema troškovnom pristupu, razmatra imovinu i obveze, uključujući nematerijalnu imovinu i potencijalne obveze. Neto imovina, nakon smanjenja davanja povlaštenim dioničarima, ako ih ima, predstavlja vrijednost društva.
- Oduzimanjem prilagođene vrijednosti obveza od prilagođene vrijednosti imovine, dolazi se do vrijednosti 100% udjela u društvu PCS Poslovni Centar Svetice d.o.o.

ANALIZA OSJETLJIVOSTI - VRIJEDNOST KAPITALA

	Potraživanje					
	100%	75%	50%	25%	0%	
Spor	0%	-9.527	-9.524	-9.520	-9.517	-9.513
	25%	-7.203	-7.199	-7.196	-7.192	-7.189
	50%	-4.878	-4.875	-4.871	-4.868	-4.864
	75%	-2.554	-2.550	-2.547	-2.543	-2.540
	100%	-229	-226	-222	-219	-215

DODATAK

DODATNE INFORMACIJE

PODRUČJE	STR.
Dodatak I: Izvori informacija	143
Dodatak II: Izračun diskontne stope (Hotel Katarina)	144
Dodatak III: Promjene u radnom kapitalu (Hotel Katarina)	147

DODATAK I: IZVORI INFORMACIJA

Izvori informacija

U svrhu provedbe analize korištena je sljedeća dokumentacija zaprimljena od Klijenta na koju se procjena oslanja:

- Financijski izvještaji Društva za razdoblje 2020-2023
- Preliminarna bruto bilanca na dan 30.09.2024. godine

Također smo koristili informacije iz sljedećih baza podataka:

- Informacije iz baze podataka Merger Market i Refinitiv Eikon
- Informacije dostupne na stranici Damodaran Online (www.stern.nyu.edu/).

Ključne činjenice, pretpostavke i ostali detalji sastavni su dio ovog projekta i pripremljeni su od strane Savjetnika, prema informacijama dobivenim od strane Klijenta.

Sve ostale informacije koje su dobivene iz javnih izvora smatraju se pouzdanim i Savjetnik je uložio potreban trud za provjeru njihove preciznosti i točnosti, u koje se Savjetnik pouzdaje, međutim za njih ne jamči.

Ključne rasprave

Za potrebe pripreme ovog izvješća nismo imali pristup predstavnicima Društva, te smo između ostaloga:

- Raspravili s Klijentom pristup i metodologiju vrednovanja te ključne pretpostavke koje se u izvješću nalaze.

Savjetnik nije odgovoran za vjerodostojnost podataka na temelju kojih je izvršena procjena, te ne može prihvatiti implicitnu i/ili eksplicitnu odgovornost za dostavljene informacije.

DODATAK II: IZRAČUN DISKONTNE STOPE (1/3)

Prosječni ponderirani trošak kapitala (WACC)

Za potrebe izračuna diskontne stope korišten je prosječni ponderirani trošak kapitala (Weighted Average Cost of Capital ili skraćeno WACC). U sklopu ovog pristupa, WACC se može izraziti putem sljedeće formule:

$$WACC = W_e * CoE + W_d * CoD * (1 - Porez)$$

gdje:

- W_e (Weight of Equity) predstavlja ciljani udio vlasničkog kapitala (equity) u strukturi financiranja društva
- W_d (Weight of Debt) predstavlja ciljani udio duga u strukturi financiranja društva.
- CoE je trošak kapitala (cost of equity)
- CoD je trošak duga (cost of debt)
- Porez je stopa poreza na dobit u RH

Trošak kapitala (Cost of Equity)

Za potrebe aproksimacije troška kapitala, korišten je prilagođeni CAPM. Tradicionalni CAPM ne uzima u obzir specifične rizike (poput veličine društva), odnosno nesustavne rizike povezane uz predmetno društvo. Ovi se rizici mogu uzeti u obzir dodavanjem premija za rizik za veličinu poslovanja i poslovne (nesustavne) rizike, što je u prilagođenoj CAPM formuli iskazano kroz faktor Alpha. Prilagođeni CAPM može se izraziti pomoću sljedeće formule:

$$CoE = RFR + \beta * ERP + Alpha$$

gdje:

- **RFR (Risk-free rate)** predstavlja bezrizičnu kamatnu stopu 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). RFR je izračunat temeljem referentnog prinosa do dospijanja na domaće obveznice umanjene za premiju rizika zemlje. Izračuna je prikazan u sljedećoj tablici:

Trošak kapitala (Cost of Equity) – nastavak

Izračun bez-rizične stope	
A. Izračun referentnog prinosa do dospijanja	
Kupovna kotacija ⁽¹⁾	69,29
Prodajna kotacija ⁽¹⁾	70,07
Mid kotacija ⁽²⁾	69,68
Kamata ⁽³⁾	1,25%
Period isplate ⁽³⁾	polugodišnje
Nominala ⁽³⁾	100
Dan namire (Datum procjene)	31.12.2023
Dospijanje ⁽³⁾	3.3.2040
Prinos do dospijanja	3,77%
B. Izračun rizika zemlje	
CDS 10 CRO ⁽⁴⁾	111,81
CDS 10Y US ⁽⁵⁾	35,90
Rizik zemlje	0,76%
Bez-rizična stopa (A-B)	3,01%

(1) Kotacije vodećih trgovaca na tržištu duga u RH, RBA analize

(2) Izračun Savjetnika

(3) Prospekt obveznice HRRHMFO403E, ZSE

(4) Refinitiv Eikon

(5) Refinitiv Eikon

- **β (beta factor)** predstavlja mjeru sistemskog rizika društava u odnosu na tržište koja se izražava 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 Indeks ("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 vrednovanja 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. Izračun prilagođenog beta faktora Društvu prikazan je u sljedećoj tablici:

DODATAK II: IZRAČUN DISKONTNE STOPE (2/3)

Trošak kapitala (Cost of Equity) – nastavak

Beta izračun	
Beta s polugom ⁽¹⁾	1,01
D/E omjer ⁽²⁾	61,19%
Marginalna porezna stopa ⁽³⁾	18,80%
Beta bez poluge (beta imovine)	0,68
D/E, ciljano ⁽⁴⁾	61,19%
Zakonska porezna stopa ⁽⁵⁾	10,00%
Beta s polugom (beta glavnice)	1,05

(1) Hotels & motels, Croatia, Refinitiv Eikon

(2) Hotels & motels, Croatia, Refinitiv Eikon

(3) Hotels & motels, Croatia, Refinitiv Eikon

(4) Struktura financiranja Hotels & motels, Croatia, Refinitiv Eikon

(5) Zakonska stopa poreza na dobit u RH.

Premija za rizik kapitala (ERP)

- **ERP** odnosno premija za rizik kapitala ili tržišna premija (Equity risk premium) odražava zahtijevani prinos (kompenzaciju) investitora za preuzimanje rizika ulaganja u vlasnički kapital kompanije. Ako se izmjeri pomoću povijesnih podataka, isti je prikazan 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. U našoj analizi korišten je ERP izračunat temeljem povijesnih podataka, a prema podacima prof. Damodarana, prilagođen za rizik domaćeg tržišta.

Trošak kapitala (Cost of Equity) – nastavak

Premija domaćeg tržišta kapitala (ERP) izračun	
A. Premija razvijenog tržišta kapitala (ERP)⁽¹⁾	4,96%
Rizik zemlje ⁽²⁾	0,76%
Relativna volatilnost tržišta dionica u odnosu na obvezničko ⁽³⁾	1,34
B.. Rizik domaćeg tržišta kapitala	1,02%
Premija domaćeg tržišta kapitala, ERP (A+B)	5,98%

(1) Aswath Damodaran, pages.stern.nyu.edu

(2) Izračun Savjetnika

(3) Aswath Damodaran, pages.stern.nyu.edu

DODATAK II: IZRAČUN DISKONTNE STOPE (3/3)

Alpha

Alpha predstavlja mjeru dodatnog zahtijevanog prinosa (kompenzaciju) investitora za preuzimanje dodatnog rizika koji je povezan isključivo s predmetnim društvom. Za potrebe vrednovanja korištena specifična premija u visini 5,18% prema modelu izračuna specifične premije, prikazanom kako slijedi:

Faktori	Razina	Vrijednost
Opći faktori		3,68%
Veličina poduzeća	Mikro	3,58%
Pozicioniranje na tržištu	Zamjenjivo	0,10%
Tržišni faktori		0,40%
Veličina tržišta	Srednje	0,00%
Rast tržišta	Srednje	0,00%
Tržišni udio	Malo	0,15%
Konkurencija	Veliko	0,25%
Izloženost poslovnom ciklusu	Srednje	0,00%
Izloženost političkim i pravnim čimbenicima	Srednje	0,00%
Upravljački faktori		0,50%
Kvaliteta upravljanja	Malo	0,25%
Oslanjanje na ključne osobe	Veliko	0,25%
Prodajni faktori		0,25%
Oslanjanje na ključne kupce	Veliko	0,25%
Oslanjanje na distribucijske partnere	Srednje	0,00%
Lojalnost kupaca	Srednje	0,00%
Faktori nabave		0,15%
Rizik troškova inputa	Veliko	0,15%
Oslanjanje na ključne dobavljače	Srednje	0,00%
Faktori proizvoda		0,15%
Kvaliteta proizvoda	Srednje	0,00%
Inovativnost	Nisko inovativno	0,15%
IP zaštita	Srednje	0,00%
Rizik od tehnološkog poremećaja	Srednje	0,00%
Financijski faktori		0,05%
Kapitalni intenzitet	Veliko	0,15%
Valutni rizik	Malo	-0,10%
SPECIFIČNA PREMIJA		5,18%

Trošak duga (Cost of Debt)

- Kako bi diskontna stopa odražavala tržišne stope duga, za potrebe izračuna diskontne stope (WACC-a), korištena je prosječna kamatna stopa na stanja kredita odobrenih na razdoblje dulje od godine dana nefinancijskim trgovačkim društvima, koja za posljednjim dostupnim podacima iznosi 4,77%.
- Kao rezultat, trošak duga je procijenjen na razini od 4,29% (nakon odbitka poreza po stopi od 10%).
- Struktura financiranja (Weight of Equity and Debt)**
- U našoj analizi WACC je temeljen na optimalnoj strukturi kapitala u odnosu na stvarnu (trenutnu) strukturu kapitala. Sukladno navedenome, struktura financiranja pripremljena je u skladu s prosječnim D/E omjerom javnih poduzeća u industriji Hotels & motels u Hrvatskoj, a koja iznosi 61,19% prema dostupnim podacima u informacijskom sustavu Refinitiv Eikon.

DODATAK III: PROMJENE U RADNOM KAPITALU

Promjene u radnom kapitalu (Hotel Katarina 2009 d.o.o.)

000 EUR	31Pro-2025 Planirano	31Pro-2026 Planirano	31Pro-2027 Planirano	31Pro-2028 Planirano	31Pro-2029 Planirano	TV Planirano
Zalihe	9	10	10	11	11	11
Potraživanja od kupaca	429	451	469	488	502	512
Obveze prema dobavljačima	(4)	(4)	(4)	(5)	(5)	(5)
Trgovinski radni kapital	435	456	475	494	509	519
Ostala potraživanja	25	26	27	28	29	30
Aktivna vremenska razgraničenja	-	-	-	-	-	-
Ostale obveze	(12)	(13)	(13)	(14)	(14)	(15)
Pasivna vremenska razgraničenja	-	-	-	-	-	-
Ostali radni kapital	13	13	14	14	15	15
Neto radni kapital	447	470	489	508	523	534
<i>% prihoda</i>	<i>74,9%</i>	<i>74,9%</i>	<i>74,9%</i>	<i>74,9%</i>	<i>74,9%</i>	<i>74,9%</i>
Promjene u radnom kapitalu	(13)	(22)	(19)	(20)	(15)	(10)

Pretpostavke

Dani vezivanja zaliha	0	0	0	0	0	0
Dani naplate	0	21	22	23	24	25
Dani plaćanja	0	0	0	0	0	0
Zalihe	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%
Potraživanja od kupaca	71,9%	71,9%	71,9%	71,9%	71,9%	71,9%
Obveze prema dobavljačima	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%
Ostala potraživanja kao % prihoda	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%
AVR kao % prihoda	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ostale obveze kao % prihoda	-2,0%	-2,0%	-2,0%	-2,0%	-2,0%	-2,0%
PVR kao % prihoda	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

ZA VIŠE INFORMACIJA:

Marčinković i partneri d.o.o.
Ulica grad Vukovara 269g,
Green Gold centar, Toranj V2
10000 Zagreb
Hrvatska

T: +385 1 6539 326

E: info@m-p.hr

www.m-p.hr