



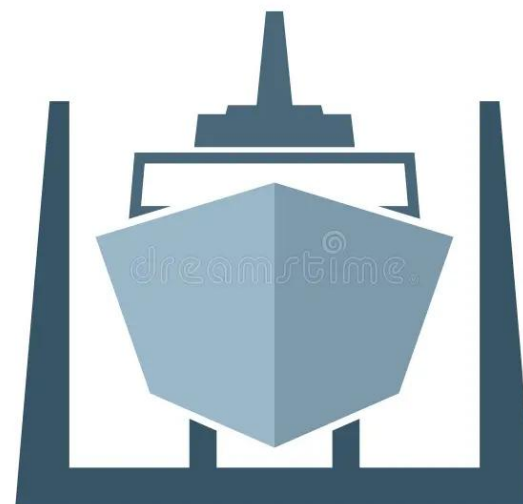
MARČINKOVIĆ
& PARTNERI

3. MAJ RIJEKA 1905 D.O.O.

MIŠLJENJE O PROCJENI VRIJEDNOSTI

15. PROSINCA 2025.

OGRANIČENA UPOTREBA



3. MAJ Brodogradilište d. d. u stečaju

Liburnijska 3, Rijeka

OIB: 86167814130

Poštovani,

PREDMET: Mišljenje o procjeni vrijednosti društva 3. MAJ Rijeka 1905 d.o.o. od dana 27. svibnja 2025. (HITA-VRIJEDNOSNICE d.d.)

Sukladno našem angažmanu prilažemo Vam Mišljenje o procjeni vrijednosti vlasničkog kapitala društva 3. MAJ Rijeka 1905 d.o.o. izvršenoj dana 27. svibnja 2025. od strane društva HIT A-VRIJEDNOSNICE d.d. („Izvjestaj”).

Mišljenje se temelji na podacima i informacijama dostupnim isključivo u Procjeni vrijednosti vlasničkog kapitala društva 3. MAJ Rijeka 1905 d.o.o. izvršenoj dana 27. svibnja 2025. od strane društva HIT A-VRIJEDNOSNICE d.d.

Ovaj Izvjestaj izdaje se predstavnicima društva 3. MAJ Brodogradilište d. d. u stečaju („Klijent”) na razmatranje. Ne obvezujemo se prema nijednoj drugoj strani kojoj bi Izvjestaj mogao biti predodčen ili koje bi moglo pribaviti kopiju Izvjestaja. Korištenje ovog Izvjestaja od strane trećih strana ili donošenje odluka na temelju njega u potpunosti su i isključivo odgovornost stranaka koje ga 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 Izvjestaju.

Ovaj Izvjestaj temelji se na podacima i informacijama dostupnim isključivo u Procjeni vrijednosti vlasničkog kapitala društva 3. MAJ Rijeka 1905 d.o.o. izvršenoj dana 27. svibnja 2025. od strane društva HIT A-VRIJEDNOSNICE d.d. MP ne preuzima odgovornost niti izražava mišljenje o događajima koji se mogu dogoditi nakon završetka rada, a koji bi mogli utjecati na društvo 3. MAJ Rijeka 1905 d.o.o. i/ili njegovo poslovanje i vrijednost.

Ovaj Izvjestaj je prvotno pripremljen na hrvatskom jeziku i svaki prijevod i tumačenje Izvjestaja 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 Izvjestaja, hrvatska verzija se smatra službenom.

Ovaj Izvjestaj 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 Izvjestaja, druge strane moraju potpisati Pismo o oslobađanju od odgovornosti (Hold harmless letter). Nadalje, kao autor Izvjestaja, MP ne preuzima odgovornost ili obvezu za gubitke koje vlasnici tvrtke ili druge strane mogu pretrpjeti zbog nepoštivanja ovih odredbi.

Ovaj Izvjestaj podložen 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

Mato Marčinković, Ovlašteni procjenitelj

Marčinković i partneri d.o.o.

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 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.

SKRAĆENICE

Skraćenica	Opis
MP, Savjetnik	Marčinković i partneri d.o.o., Ulica grad Vukovara 269g, Zagreb, Hrvatska
Klijent	3. MAJ Brodogradilište d. d. u stečaju, Liburnijska 3, Rijeka, Hrvatska
Društvo	3. MAJ Rijeka 1905 d.o.o. za brodogradnju, Liburnijska 3, Rijeka, Hrvatska
CAPEX	Kapitalni izdaci (Capital expenditures)
HNB	Hrvatska narodna banka
DCF	Diskontirani novčani tijek (Discounted Cash Flow)
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

SADRŽAJ

1	SAŽETAK	5
2	FINANCIJSKI PREGLED DRUŠTVA	13
3	POSLOVNO OKRUŽENJE	15
4	METODOLOGIJA VREDNOVANJA	18
5	TRŽIŠNI PRISTUP	23
6	DODATAK	28

DIO 1

SAŽETAK

SAŽETAK MIŠLJENJA

PODRUČJE	STR.
Sažetak procjene HITA-VRIJEDNOSNICE d.d.	6
Osvrt na procjenu HITA-VRIJEDNOSNICE d.d.	7
Parametri vrednovanja	9
Zaključak pro-forma procjene	12

SAŽETAK PROCJENE HITA-VRIJEDNOSNICE D.D.

Zaključna vrijednost 100% udjela u društvu 3. MAJ Rijeka 1905 d.o.o., izračunata kao ponderirani prosjek dvije korištene metode procjene, prema izračunu HITA-VRIJEDNOSNICE d.d. iznosi 6.664.357 EUR.

Pristup i metodologija

Centar za restrukturiranje i prodaju (u daljnjem tekstu CERP), nakon provedenog postupka javne nabave, je s investicijskim društvom HITA-VRIJEDNOSNICE d.d. sklopio Ugovor za obavljanje poslova procjene vrijednosti trgovačkog društva 3. MAJ Rijeka 1905 d.o.o. za brodogradnju.

U svrhu izračuna vrijednosti HITA-VRIJEDNOSNICE d.d. koristilo je sljedeće pristupe i metode vrednovanja poslovanja:

Pristup	Metoda
Troškovni pristup	Metoda tržišne vrijednosti imovine
Tržišni pristup	CTM metoda

Izvor: Procjena vrijednosti vlasničkog kapitala društva 3. MAJ Rijeka 1905 d.o.o. izvršenoj dana 27. svibnja 2025. od strane društva HITA-VRIJEDNOSNICE d.d.

- Procjena vrijednosti metodom tržišne vrijednosti imovine izvršena je pod pretpostavkom opcije otkupa postojeće imovine od strane novog kupca. Za potrebe procjene vrijednosti ovom metodom HITA-VRIJEDNOSNICE d.d. pouzdale se najvećim dijelom u procjenu vrijednosti materijalne imovine iz elaborata iz 2023. godine, izvršenu od strane društva Euroexpert d.o.o.
- Procjena vrijednosti tržišnim pristupom izvršena je usporedbom s nedavno izvršenim transakcijama akvizicija usporedivih brodogradilišta. Za potrebe procjene vrijednosti ovom metodom, nije naveden izvor korištenja usporedivih transakcija te je korištena samo jedna usporedivna transakcija iz 2023. godine.
- Prilikom izračuna vrijednosti CTM metodom, društvo HITA-VRIJEDNOSNICE d.d. koristilo je multiplikator EV/Imovina koji nije uobičajeno koristiti prilikom procjene vrijednosti, s obzirom na njegova značajna ograničenja obzirom na činjenicu da ne obuhvaća sposobnost društva za generiranje prihoda i novčanih tokova.

Razlog nekorištenja ostalih pristupa i metoda vrednovanja:

- DCF metoda nije korištena uslijed činjenice da nije zaprimljen dugoročni plan poslovanja društva te da poslovni plan za 2025. godinu predviđa negativan operativni rezultat.

Zaključak

Konačna procijenjena vrijednosti izvršena od strane HITA-VRIJEDNOSNICE d.d. je ponderirani prosjek vrijednosti dobiven raspoloživim metodama

Metoda	Vrijednost	Težina pondera	Vrijednost*ponder
Metoda tržišne vrijednosti imovine (NAV)	11.508.199	0,25	2.877.049,75
Metoda pokazatelja usporedne vrijednosti	5.049.743	0,75	3.787.307,25
Ukupno		1,00	6.664.357,00

Izvor: Procjena vrijednosti vlasničkog kapitala društva 3. MAJ Rijeka 1905 d.o.o. izvršenoj dana 27. svibnja 2025. od strane društva HITA-VRIJEDNOSNICE d.d.

Zaključna fer vrijednost izračunata je kao ponderirani prosjek dvije korištene metode procjene, pri čemu je pretežita važnost stavljena na CTM metodu (metodu pokazatelja usporedne vrijednosti). Zaključna vrijednost 100% udjela u društvu 3. MAJ Rijeka 1905 d.o.o. prema izračunu HITA-VRIJEDNOSNICE d.d. iznosi **6.664.357 EUR**.

OSVRT NA PROCJENU HITA-VRIJEDNOSNICE D.D. (1/2)

Ključni parametar	Opis
Predmet ispitivanja	Procjena vrijednosti vlasničkog kapitala društva 3. MAJ Rijeka 1905 d.o.o. izvršena 27.05.2025. od strane društva HITA-VRIJEDNOSNICE d.d.
Razumijevanje izračuna i provjere matematičke točnosti izračuna Metodom tržišne vrijednosti imovine	<p>Naša saznanja iz pregleda i provjere matematičke točnosti, logičke cjelovitosti i aritmetičke dosljednosti izračuna Metodom tržišne vrijednosti imovine su navedena u nastavku.</p> <p>HITA-VRIJEDNOSNICE d.d. je generalno na ispravan način primijenio metodologiju procjene vrijednosti poslovanja Metodom tržišne vrijednosti imovine. Međutim, u nastavku skrećemo pozornost na potencijalne nedostatke koje smo primijetili prilikom primjene metode:</p> <ul style="list-style-type: none">• Procjena vrijednosti materijalne imovine društva 3. MAJ Rijeka 1905 d.o.o. na koju se HITA-VRIJEDNOSNICE d.d. oslanja prilikom korištenja Metode tržišne vrijednosti imovine, izvršena je od strane društva Euroexpert d.o.o. na datum 26.04.2023. godine.• S obzirom na činjenicu da je od datuma procjene materijalne imovine izvršene od strane društva Euroexpert d.o.o. do datuma procjene vrijednosti udjela društva 3. MAJ Rijeka 1905 d.o.o. proteklo razdoblje od dvije godine, te je pretpostavka da je ista imovina korištena u pocesima proizvodnje, Savjetnik je mišljenja kako je prilikom izračuna potrebno uračunati i određenu amortizaciju navedene imovine, a s obzirom na njeno korištenje.• Nadalje, Savjetnik smatra da su u razdoblju od dvije godine moguća odstupanja u tržišnim vrijednostima materijalne imovine te da predmetna procjena može biti zastarjela.• HITA-VRIJEDNOSNICE d.d. je određene vrijednosne stavke materijalne imovine utvrđene navedenim elaboratom od 26.04.2023. godine uvećalo za 6-10%, bez obrazloženja navedenog uvećanja.
Razumijevanje izračuna i provjere matematičke točnosti izračuna Metodom pokazatelja usporedne vrijednosti	<p>Naša saznanja iz pregleda i provjere matematičke točnosti, logičke cjelovitosti i aritmetičke dosljednosti izračuna Metodom pokazatelja usporedne vrijednosti su navedena u nastavku.</p> <p>HITA-VRIJEDNOSNICE d.d. je generalno na ispravan način primijenio metodologiju procjene vrijednosti poslovanja Metodom pokazatelja usporedne vrijednosti. Međutim, u nastavku skrećemo pozornost na potencijalne nedostatke koje smo primijetili prilikom primjene metode:</p> <ul style="list-style-type: none">• Procjena vrijednosti tržišnim pristupom izvršena je usporedbom s nedavno izvršenim transakcijama akvizicija usporedivih brodogradilišta. Za potrebe procjene vrijednosti ovom metodom, nije naveden izvor korištenja usporedivih transakcija te je korištena samo jedna usporedivna transakcija iz 2023. godine.• Prilikom izračuna vrijednosti CTM metodom, društvo HITA-VRIJEDNOSNICE d.d. koristilo je multiplikator EV/Imovina koji nije uobičajeno koristiti prilikom procjene vrijednosti, s obzirom na njegova značajna ograničenja obzirom na činjenicu da ne obuhvaća sposobnost društva za generiranje prihoda i novčanih tokova.

OSVRT NA PROCJENU HITA-VRIJEDNOSNICE D.D. (2/2)

Ključni parametar	Opis
Obrazloženje korištenja ostalih metoda procjene	<p>Savjetnik smatra da je društvo HITA-VRIJEDNOSNICE d.d. općenito na ispravan način primijenilo metodologije koje se uobičajeno koriste prilikom izračuna vrijednosti vlasničke glavnice. Također, smatramo ispravnim činjenicu da DCF metoda nije korištena uslijed činjenice da nije zaprimljen dugoročni plan poslovanja društva te da poslovni plan za 2025. godinu predviđa negativan operativni rezultat. Međutim, imajući u vidu prethodno navedene potencijalne nedostatke u primjeni pojedinih metoda, Savjetnik je proveo vlastitu pro forma procjenu vrijednosti koristeći isključivo dostupne podatke iz procjene vrijednosti koju je izradilo društvo HITA-VRIJEDNOSNICE d.d.</p>
Razumijevanje izračuna i provjere matematičke točnosti konačne procjene vrijednosti	<p>Naša saznanja iz pregleda i provjere matematičke točnosti, logičke cjelovitosti i aritmetičke dosljednosti izračuna konačne vrijednosti su navedena u nastavku.</p> <p>HITA-VRIJEDNOSNICE d.d. je generalno na ispravan način primijenio metodologiju konačne procjene vrijednosti dvjema metodama, pri čemu je zaključna fer vrijednost izračunata kao ponderirani prosjek dvije korištene metode procjene, uz stavljanje pretežite važnosti na CTM metodu (metodu pokazatelja usporedne vrijednosti). Međutim, u nastavku skrećemo pozornost na potencijalne nedostatke koje smo primijetili prilikom primjene:</p> <ul style="list-style-type: none">• Pojedine metode procjene sadrže prethodno navedene potencijalne nedostatke koje smo primijetili prilikom primjene.• HITA-VRIJEDNOSNICE d.d. je prilikom određivanja konačne procjene vrijednosti korsitilo pondere, pri čemu je metoda tržišne vrijednosti naglašena s ponderom od 75%, dok je za metodu tržišne vrijednosti imovine korišten ponder 25%.• Unatoč činjenici da se generalno slažemo s davanjem naglaska na tržišni pristup procjeni u odnosu na troškovni pristup procjeni, obzirom na prethodno navedene potencijalne nedostatke koje smo primijetili prilikom primjene obje metode procjene, Savjetnik je proveo vlastitu pro forma procjenu vrijednosti koristeći isključivo dostupne podatke iz procjene vrijednosti koju je izradilo društvo HITA-VRIJEDNOSNICE d.d.

PARAMETRI VREDNOVANJA (1/3)

Ključni parametar	Opis
Predmet i svrha Izvještaja	<p>Marčinković i partneri d.o.o. („MP”) angažirani su od strane društva 3. MAJ Brodogradilište d. d. u stečaju („Klijent”) kako bi izrazili svoje Mišljenje o procjeni vrijednosti vlasničkog kapitala društva 3. MAJ Rijeka 1905 d.o.o. izvršenoj dana 27. svibnja 2025. od strane društva HITA-VRIJEDNOSNICE d.d., koristeći isključivo dostupne informacije iz navedene procjene od strane društva HITA-VRIJEDNOSNICE d.d.</p> <p>Predmet ovog Izvještaja je pro forma procjena fer vrijednosti Društva, a koju će Klijent koristiti u vlastite svrhe.</p>
Datum i valuta Izvještaja	<p>Fer vrijednost procijenjena je na dan 31.03.2025. godine („Datum procjene”).</p> <p>Osim ako nije drugačije naznačeno, brojke predstavljene u ovom Izvještaju prikazane su u valuti Euro („EUR”).</p>
Primatelj izvještaja	<p>Namjeravani primatelj i korisnik ovog Izvještaja je Klijent, a Izvještaj se može koristiti i u svrhu prezentacije poslovanja kreditorima.</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. 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>

ZAKLJUČAK PRO-FORMA PROCJENE

Na temelju činjenica, pretpostavki i metoda korištenih u pro-forma procjeni, mišljenja smo da se procjena vrijednosti izvršena od strane HITA-VRIJEDNOSNICE d.d., nalazi unutar dobivenog indikativnog raspona fer vrijednosti udjela.

Pristup i metodologija

Marčinković i partneri d.o.o. („MP” ili „Savjetnik”) izvršili su pro-forma procjenu fer vrijednosti 100% vlasničkog kapitala Društva na dan 31.03.2025. godine na temelju procjene vrijednosti vlasničkog kapitala društva 3. MAJ Rijeka 1905 d.o.o. izvršene dana 27. svibnja 2025. od strane društva HITA-VRIJEDNOSNICE d.d., uz dostupne javne podatke.

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

Pristup	Metoda
Tržišni pristup	CTM metoda
Tržišni pristup	CCM metoda

- 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). Koristili smo CCM i CTM metode s obzirom da smo identificirali usporediva Društva unutar iste ili slične djelatnosti te relativno usporedive recentne tržišne transakcije. Metodu tržišne cijene nismo koristili s obzirom da su udjeli Društva nisu uvršteni na uređeno tržište.

Razlog nekorištenja ostalih pristupa i metoda vrednovanja:

- DCF metoda procjenjuje ekonomsku vrijednost tvrtke diskontirajući projicirane slobodne novčane tokove na sadašnju vrijednost koristeći primjenjivu diskontnu stopu. 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.
- Statički pristup vrednovanju nismo koristili uvažavajući pretpostavku nastavka poslovanja, te s obzirom na činjenicu da je od datuma procjene materijalne imovine izvršene od strane društva Euroexpert d.o.o. do danas proteklo razdoblje od dvije godine. Savjetnik smatra da su u razdoblju od dvije godine moguća odstupanja u tržišnim vrijednostima materijalne imovine te da predmetna procjena može biti zastarjela.

Zaključak

S obzirom na prethodno navedeno, mišljenja smo kako se **procijenjena vrijednost vlasničkog kapitala društva 3. MAJ Rijeka 1905 d.o.o.** u iznosu od **6.664.357 EUR**, a koja je procjena **izvršena od strane društva HITA-VRIJEDNOSNICE d.d.**, nalazi **unutar dobivenog indikativnog raspona fer vrijednosti udjela.**

Indikativna fer vrijednost izračunata je kao prosjek korištenih metoda tržišnog pristupa.

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

FINANCIJSKI PREGLED DRUŠTVA

PREGLED FINANCIJSKIH INFORMACIJA O DRUŠTVU

PODRUČJE	STR.
Pregled finansijskog stanja i plana poslovanja	14

PREGLAD FINANCIJSKOG STANJA I POSLOVANJA

Bilanca stanja (3. MAJ RIJEKA 1905 D.O.O.)

EUR	31.3.2025 Ostvareno
Nematerijalna imovina	94.882
Materijalna imovina	10.018.205
Dugotrajna financijska imovina	-
Dugotrajna imovina	10.113.087
Zalihe	58.793
Potraživanja od kupaca	1.153.024
Ostala potraživanja	191.821
Kratkotrajna financijska imovina	-
Novac u banci i blagajni	846.084
Aktivna vremenska razgraničenja	894
Kratkotrajna imovina	2.250.616
Ukupna imovina	12.363.703
Temeljni kapital	10.472.428
Rezerve	-
Zadržana dobit/(preneseni gubitak)	115.696
Dobit/(gubitak) razdoblja	-
Manjinski interes	-
Kapital i rezerve	10.588.124
Dugoročne obveze	-
Kratkoročne financijske obveze	-
Obveze prema dobavljačima	1.775.579
Pasivna vremenska razgraničenja	-
Kratkoročne obveze	1.775.579
Kapital i obveze	12.363.703

RDG (3. MAJ RIJEKA 1905 D.O.O.)

EUR	2025E Plan
Poslovni prihodi	18.271.370
Materijalni troškovi	8.641.444
Bruto dobit	9.629.925
Bruto Marža	52,7%
Troškovi osoblja	8.869.654
Ostali poslovni rashodi	3.509.930
EBITDA	(2.749.658)
<i>EBITDA marža</i>	<i>-15,0%</i>
Amortizacija	202.262
EBIT	(2.951.920)
EBIT Marža	-16,2%
Vrijednosno usklađivanje	-
Rezerviranja	-
Financijska dobit/gubitak	-
Izvanredna dobit/gubitak	-
Dobit prije poreza	(2.951.920)
Porez na dobit	-
Neto dobit	(2.951.920)
Profitna Marža	-16,2%
Povrat na kapital (ROE)	-38,7%

DIO 3

POSLOVNO OKRUŽENJE

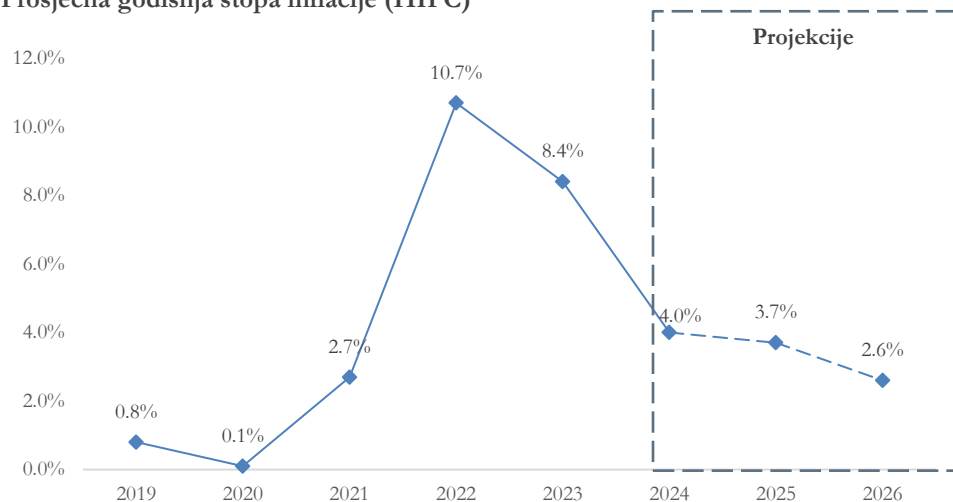
MAKROEKONOMSKO OKRUŽENJE I INDUSTRIJSKI TRENDОВI

PODRUČJE	STR.
Makroekonomski indikatori	16

MAKROEKONOMSKI INDIKATORI (1/2)

Predviđena godišnja stopa inflacije tijekom 2025. godine iznosi 3,7% 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 2,6%, uz istovremeno očekivane stope smanjenja nezaposlenosti, s trenutnih 5,0% na ispod 5,0%.

Prosječna godišnja stopa inflacije (HIPC)

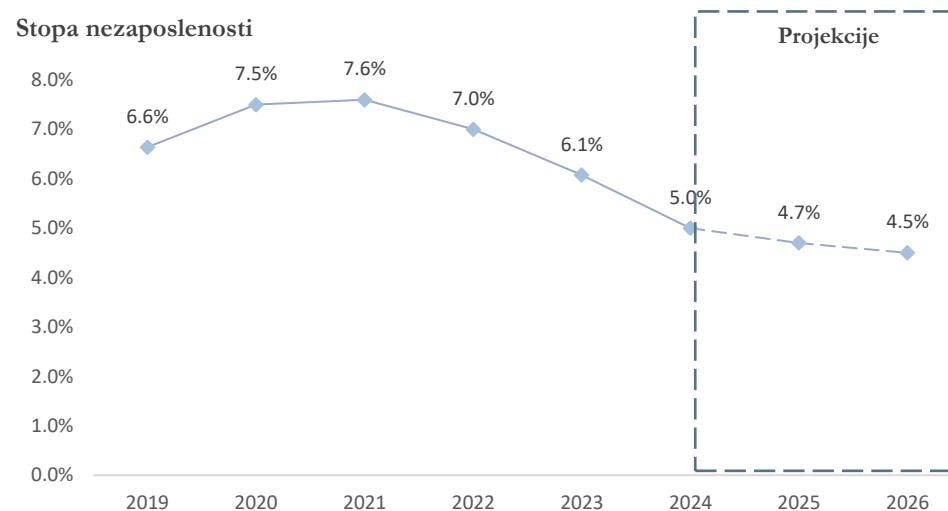


Izvor: HNB

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 3,7% u 2025., 2,6% 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.

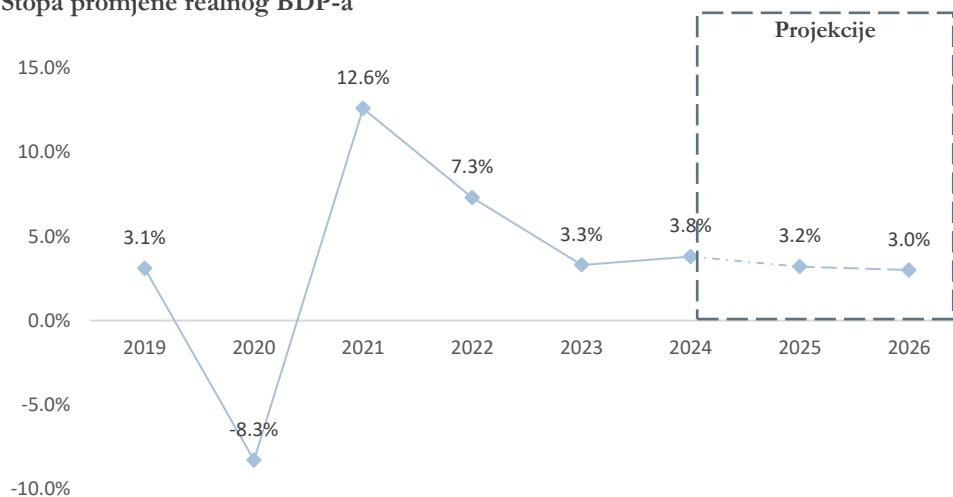
Negativni demografski trendovi i pozitivni trendovi ukupne zaposlenosti dovode do značajnih poremećaja na tržištu rada u vidu nedostatka (kvalitetne) radne snage što je ključan ekonomski izazov u Hrvatskoj.

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

MAKROEKONOMSKI INDIKATORI (2/2)

Predviđeno je daljnje usporavanje gospodarskog rasta koji će dosegnuti 3,2% u 2025. godini i 3,0% 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 iz 2021.godine.

Stopa promjene realnog BDP-a

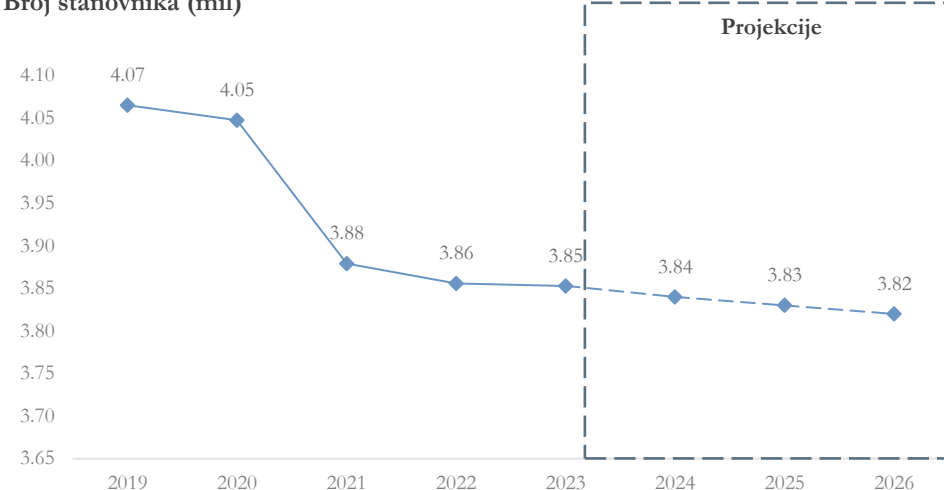


Izvor: HNB

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 3,0% 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	19
Aplicirani pristup i metode	22

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.

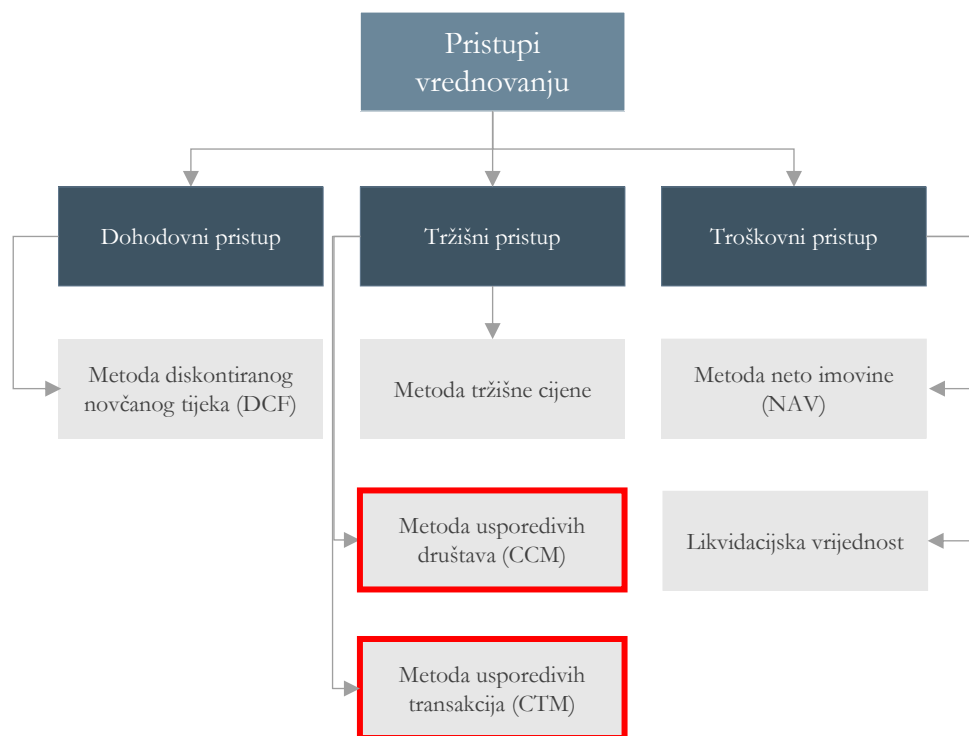
Likvidacijska vrijednost

- 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 metode tržišnog pristupa vrednovanju.

Pregled i odabir pristupa i metoda vrednovanja



Značenje

Korištena metoda

Obrazloženje korištenog pristupa i metode vrednovanja

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

- **Dohodovni pristup:** Ovaj pristup najbliži je konceptu „čiste” fundamentalne vrijednosti kompanije te uzima u obzir razvojni potencijal kompanije. 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:** Koristili smo CCM i CTM metode s obzirom da smo identificirali usporediva Društva unutar iste ili slične djelatnosti te relativno usporedive recentne tržišne transakcije. Metodu tržišne cijene nismo koristili s obzirom da udjeli Društva nisu uvršteni na uređeno tržište.
- **Troškovni pristup:** Statički pristup vrednovanju nismo koristili uvažavajući pretpostavku nastavka poslovanja, te s obzirom na činjenicu da je od datuma procjene materijalne imovine izvršene od strane društva Euroexpert d.o.o. do danas proteklo razdoblje od dvije godine. Savjetnik smatra da su u razdoblju od dvije godine moguća odstupanja u tržišnim vrijednostima materijalne imovine te da predmetna procjena može biti zastarjela.

DIO 5

TRŽIŠNI PRISTUP

PROCJENA VRIJEDNOSTI PRIMJENOM CTM I CCM METODE

PODRUČJE	STR.
Primjena CTM metode	24
Izračun vrijednosti primjenom CTM metode	25
Primjena CCM metode	26
Izračun vrijednosti primjenom CCM metode	27

PRIMJENA CTM METODE

Identificirali smo 4 transakcije u sektoru brodogradnje, a prosječni multiplikator nakon primjene diskonta za nedostatak utrživosti iznosi 0,4x prihod

- CTM metoda vrednuje poslovanje društva temeljem cijena u usporedivim tržišnim transakcijama.
- Usporedive transakcije identificirali smo temeljem pretrage javnih izvora, baze podataka Capital IQ.
- Pretražili smo transakcije na području Europe, preuzetih društava aktivnih u sektoru brodogradnje, koje su realizirane u posljednjih pet godina i za koje su dostupne pouzdane informacije o cijenama i uvjetima transakcije.
- Primjenom navedenih kriterija identificirali smo uzorak od 4 transakcije relativno usporedivih s Društvom, a prosječni multiplikator vrijednosti iznosio je 0,4x prihod.
- Društva preuzeta u transakcijama bave se usporedivom djelatnošću, međutim postoje značajne razlike u veličini kompanije te tržišnoj orijentaciji, što je jedno od ograničenja primjene.
- Primjenom CTM metode izračunali smo multiplikatore vrijednosti za preuzete tvrtke na temelju relevantnih pokazatelja financijskog stanja i poslovanja, u ovom slučaju s obzirom na ukupnu transakcijsku cijenu. Navedeni multiplikatori su prilagođeni uslijed niske razine likvidnosti vlasničkih udjela u Društvu. Savjetnik se prilikom definiranja diskonta za nelikvidnost (DLOM) koristio inozemnom studijom o visini diskonta za nelikvidnost „2024 edition of the Stout Restricted Stock Study Companion Guide“.

Identificirane transakcije (3. MAJ RIJEKA 1905 D.O.O.)

Podaci o identificiranim transakcijama						Pregled transakcije		Diskont	Prilagođeni multiplikator
#	Ciljano društvo	Kupac	Preuzeti Udio	Datum	Država	Vrijednost EURm	EV/Prihodi (x)	DLOM %	EV/Prihodi (x)
1	Brodogradiliste Viktor Lenac d.d.	Palumbo Group S.p.A.	59.48%	13-Jun-18	Hrvatska	13	1.0x	-33.00%	0.7x
2	Vard Holdings Limited	Fincantieri Oil Gas SpA	20.66%	12-Nov-17	Norveška	38	1.1x	-33.00%	0.7x
3	ACA Marine Limited	GYG Limited (:GYG)	70.00%	11-Mar-17	Francuska	2	0.3x	-33.00%	0.2x
4	TTS Group ASA	Skeie Technology AS	15.87%	20-Nov-15	Norveška	5	0.2x	-33.00%	0.1x
Medijan						9	0.6x		0.4x

Kriteriji pretrage transakcija

- Industrijski sektor: Brodogradnja
- Geografsko područje: Europa
- Period izvršenja transakcije: Posljednjih 5 godina
- Uzete su u obzir samo transakcije za koje su dostupne informacije o kupoprodajnoj cijeni te multiplikatoru vrijednosti

A DLOM

- Multiplikatori su prilagođeni za diskont za nedostatak utrživosti (DLOM) uslijed niske razine likvidnosti vlasničkih udjela u Društvu. Primijenjeni DLOM iznosi 33,0%.

B Multiplikatori vrijednosti

- Medijalni multiplikator vrijednosti 4 promatrane transakcije iznosio je 0,4x prihod.

IZRAČUN VRIJEDNOSTI PRIMJENOM CTM METODE

Primjenom CTM metode identificirali smo 4 realizirane transakcije temeljem kojih možemo zaključiti kako se pro-forma procijenjena vrijednost udjela kreće u rasponu od 6.688.000 EUR do 10.583.000 EUR.

- Primjenom identificiranih multiplikatora tržišnih transakcija na financijske parametre Društva, procijenili samo indikativnu vrijednost poslovanja u rasponu od 5.842.020 EUR do 9.736.700 EUR.
- Prilagodbom za višak novca na Datum procjene, koji iznosi 846.084 EUR, procijenili smo indikativni raspon vrijednosti kapitala u iznosu od 6.688.000 EUR do 10.583.000 EUR (zaokruženo).
- Multiplikatori su aplicirani na financijske parametre na bazi plana prihoda za 2025. godinu.

Metoda usporedivih transakcija (3. MAJ RIJEKA 1905 D.O.O.)

Izračun vrijednosti

EUR	(25.0%)	Medijan	25.0%
Indikativna vrijednost društva			
	Poslovni prihodi	Multiplikator	EV/Prihodi
FY2025 plan	18,271,370	0.4x	5,842,020 7,789,360 9,736,700
Vrijednost poslovanja (enterprise value)			
	5,842,020	7,789,360	9,736,700
Neto novac	846,084	846,084	846,084
Vrijednost vlasničkog kapitala (equity value)			
	6,688,104	8,635,444	10,582,784
Vrijednost vlasničkog kapitala (equity value) - zaokruženo			
	6,688,000	8,635,000	10,583,000

Financijski parametri

- U svrhu vrednovanja koristili smo financijske parametre društva na bazi plana poslovanja za 2025. godinu.

Multiplikatori vrijednosti

- U svrhu procjene korišten je široko primijenjeni parametar vrijednosti u odnosu na prihode čija je primjena najpopularnija radi relativno male osjetljivosti na različitosti u računovodstvenim politikama.
- Parametar vrijednosti u odnosu na profitabilnost Društva nije primijenjen s obzirom na planirano negativno ostvarenje operativnog rezultata poslovanja u 2025. godini.

PRIMJENA CCM METODE

Identificirali smo 5 usporedivih javno listanih društava u sektoru brodogradnje, a prosječni multiplikator nakon primjene diskonta za nedostatak utrživosti iznosi 0,4x prihod

- CCM metoda vrednuje poslovanje društva temeljem cijena usporedivih javno listanih društava.
- Usporedive transakcije identificirali smo temeljem pretrage javnih izvora, baze podataka Refinitiv.
- Pretražili smo javno listana društva na području Europe, aktivnih u sektoru brodogradnje, čijim se dionicama aktivno trguje na relevantnim burzama, uz javno dostupne pokazatelje o tržišnoj kapitalizaciji i pokazatelje poslovanja.
- Primjenom navedenih kriterija identificirali smo uzorak od 5 usporedivih društava relativno usporedivih s Društvom, a prosječni multiplikator vrijednosti iznosio je 0,4x prihod.
- Društva s listanim dionicama bave se usporedivom djelatnošću, međutim postoje značajne razlike u veličini kompanije te tržišnoj orijentaciji, što je jedno od ograničenja primjene.
- Primjenom CCM metode izračunali smo multiplikatore vrijednosti za usporediva društva na temelju relevantnih pokazatelja financijskog stanja i poslovanja, u ovom slučaju s obzirom na tržišnu kapitalizaciju. Navedeni multiplikatori su prilagođeni uslijed niske razine likvidnosti vlasničkih udjela u Društvu. Savjetnik se prilikom definiranja diskonta za nelikvidnost (DLOM) koristio inozemnom studijom o visini diskonta za nelikvidnost „2024 edition of the Stout Restricted Stock Study Companion Guide“.

Identificirane usporedive kompanije (3. MAJ RIJEKA 1905 D.O.O.)

Pregled trgovanja dionicama usporedivih društava				Multiplikator vrijednosti		Diskont	Prilagođeni multiplikator
#	Društvo	Država	Burza	Tržišna kap. USDm	EV/Prihodi (x)	DLOM %	EV/Prihodi (x)
1	Fincantieri SpA	Italija	Milan Stock Exchange	7,011	0.9x	-33.00%	0.6x
2	Brodogradiliste Viktor Lenac dd	Hrvatska	Zagreb Stock Exchange	71	0.6x	-33.00%	0.4x
3	Santierul Naval Constanta SA	Rumunjska	Bucharest Stock Exchange	45	0.6x	-33.00%	0.4x
4	Santierul Naval Orsova SA	Rumunjska	Bucharest Stock Exchange	21	0.8x	-33.00%	0.5x
5	Severnav SA	Rumunjska	Bucharest Stock Exchange	9	0.6x	-33.00%	0.4x
Medijan					0.6x		0.4x

Kriteriji pretrage transakcija

- Industrijski sektor: Brodogradnja
- Geografsko područje: Europa
- Uzete su u obzir samo društva za koje su dostupne informacije o tržišnoj kapitalizaciji te multiplikatoru vrijednosti

A DLOM

- Multiplikatori su prilagođeni za diskont za nedostatak utrživosti (DLOM) uslijed niske razine likvidnosti vlasničkih udjela u Društvu. Primijenjeni DLOM iznosi 33,0%.

B Multiplikatori vrijednosti

- Medijalni multiplikator vrijednosti 5 usporedivih društava iznosio je 0,4x prihod.

IZRAČUN VRIJEDNOSTI PRIMJENOM CCM METODE

Primjenom CCM metode identificirali smo 5 usporedivih društava temeljem kojih možemo zaključiti kako se pro-forma procijenjena vrijednost udjela kreće u rasponu od 6.192.000 EUR do 9.756.000 EUR.

- Primjenom identificiranih multiplikatora usporedivih društava na financijske parametre Društva, procijenili samo indikativnu vrijednost poslovanja u rasponu od 5.345.813 EUR do 8.909.688 EUR.
- Prilagodbom za višak novca na Datum procjene, koji iznosi 846.084 EUR, procijenili smo indikativni raspon vrijednosti kapitala u iznosu od 6.192.000 EUR do 9.756.000 EUR (zaokruženo).
- Multiplikatori su aplicirani na financijske parametre na bazi plana prihoda za 2025. godinu.

Metoda usporedivih društava (3. MAJ RIJEKA 1905 D.O.O.)

Izračun vrijednosti

EUR	(25.0%)	Medijan	25.0%
Indikativna vrijednost društva			
	Poslovni prihodi	Multiplikator	EV/Prihodi
FY2025 plan	18,271,370	0.4x	5,345,813 7,127,750 8,909,688
Vrijednost poslovanja (enterprise value)	5,345,813	7,127,750	8,909,688
Neto novac	846,084	846,084	846,084
Vrijednost vlasničkog kapitala (equity value)	6,191,897	7,973,834	9,755,772
Vrijednost vlasničkog kapitala (equity value) - zaokruženo	6,192,000	7,974,000	9,756,000

Financijski parametri

- U svrhu vrednovanja koristili smo financijske parametre društva na bazi plana poslovanja za 2025. godinu.

Multiplikatori vrijednosti

- U svrhu procjene korišten je široko primijenjeni parametar vrijednosti u odnosu na prihode čija je primjena najpopularnija radi relativno male osjetljivosti na različitosti u računovodstvenim politikama.
- Parametar vrijednosti u odnosu na profitabilnost Društva nije primijenjen s obzirom na planirano negativno ostvarenje operativnog rezultata poslovanja u 2025. godini.

DIO 6

DODATAK

DODATNE INFORMACIJE

PODRUČJE	STR.
Dodatak I: Izvori informacija	29

DODATAK I: IZVORI INFORMACIJA

Izvori informacija

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

- Procjena vrijednosti vlasničkog kapitala društva 3. MAJ Rijeka 1905 d.o.o. izvršena dana 27. svibnja 2025. od strane društva HITA-VRIJEDNOSNICE d.d.

Također smo koristili informacije iz sljedećih baza podataka:

- Informacije iz baze podataka CapitalIQ i Refinitiv.

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 održali smo sastanak s predstavnicima Klijenta.

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

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