

# VACANSOLEIL D.O.O. U STEČAJU

PROCJENA VRIJEDNOSTI MOBILNIH  
KUĆICA I ŠATORA TEMELJEM  
NJIHOVE UPOTREBE

STUDENI 2024.

OGRANIČENA UPOTREBA



## VACANSOLEIL d.o.o. u stečaju

Jelačićev trg 7, Rijeka

OIB: 28752907977

Poštovani,

### **PREDMET: Procjena vrijednosti imovine društva VACANSOLEIL d.o.o. u stečaju**

Sukladno našem angažmanu prilažemo Vam konačnu verziju izvještaja o procjeni vrijednosti imovine društva VACANSOLEIL d.o.o. u stečaju („Društvo” ili „Klijent”) prema posljednjim dostupnim financijskim podacima.

Izvršili smo procjenu na dan 30.06.2024. ("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 Klijentu na razmatranje. Ne obvezujemo se prema nijednoj drugoj strani kojoj bi Izvještaj mogao biti predložen 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 15.11.2024. 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

Mato Marčinković, Ovlašteni procjenitelj

Marčinković i partneri d.o.o.

---

# OGRANIČENJA I IZUZEĆA

---

## Opseg rada

Procjena vrijednosti bilo kojeg finansijskog instrumenta ili društva zahtijeva informiranu prosudbu. Ova informativna analiza temelji se na informacijama i pretpostavkama navedenim u ovom izvještaju, pripadajućim priložima 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 finansijskih 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
<b>MP, Savjetnik</b>	Marčinković i partneri d.o.o., Ulica grad Vukovara 269g, Zagreb, Hrvatska
<b>Društvo ili Klijent</b>	VACANSOLEIL d.o.o. u stečaju, Jelačićev trg 7, Rijeka, Hrvatska
<b>CAPEX</b>	Kapitalni izdaci (Capital expenditures)
<b>CAPM</b>	Capital Asset Pricing Model
<b>HNB</b>	Hrvatska narodna banka
<b>DCF</b>	Diskontirani novčani tijek (Discounted Cash Flow)
<b>DIO</b>	Dani vezivanja zaliha (Days inventory turnover)
<b>DSO</b>	Dani naplate potraživanja (Days sales outstanding)
<b>DPO</b>	Dani plaćanja dobavljača (Days payables outstanding)
<b>DLOM</b>	Diskont za nedostatak utrživosti (Discount for lack of marketability)
<b>EBIT</b>	Dobit prije kamata i poreza (Earnings before interest and tax)
<b>EBITDA</b>	Dobit prije kamata, poreza i amortizacije (Earnings before interest, tax, depreciation and amortisation)
<b>NOPAT</b>	Neto operativna dobit umanjena za prilagođeni porez (Net operating profit less adjusted taxes)
<b>IVS</b>	Međunarodni standardi za procjene vrijednosti (International Valuation Standards)
<b>KV</b>	Knjigovodstvena vrijednost
<b>WACC</b>	Prosječni ponderirani trošak kapitala (Weighted average cost of capital)

---

# SADRŽAJ

---

1	SAŽETAK	5
2	OPĆI I FINANCIJSKI PREGLED DRUŠTVA	10
3	POSLOVNO OKRUŽENJE	21
4	METODOLOGIJA VREDNOVANJA	30
5	DOHODOVNI PRISTUP	35
6	DODATAK	45

DIO 1

# SAŽETAK

## SAŽETAK PROCJENE VRIJEDNOSTI

PODRUČJE	STR.
Parametri vrednovanja	6
Sažetak analize	9

# PARAMETRI VREDNOVANJA (1/3)

Ključni parametar	Opis
<b>Predmet i svrha Izvještaja</b>	<p>Marčinković i partneri d.o.o. („MP”) angažirani su od strane stečajnog upravitelja društva VACANSOLEIL d.o.o. u stečaju („Društvo” ili „Klijent”) kako bi izrazili svoje mišljenje i zaključke o tržišnoj vrijednosti imovine Društva, koristeći financijske izvještaje do otvaranja stečajnog postupka.</p> <p>Predmet ovog Izvještaja je procjena fer vrijednosti imovine Društva, a koju će Klijent koristiti u interne potrebe.</p>
<b>Datum i valuta Izvještaja</b>	<p>Fer vrijednost procijenjena je na dan 31.12.2023. godine („Datum procjene”).</p> <p>Osim ako nije drugačije naznačeno, brojke predstavljene u ovom Izvještaju prikazane su u valuti Euro („EUR”).</p>
<b>Primatelj izvještaja</b>	<p>Namjeravani primatelj i korisnik ovog Izvještaja je Klijent, a Izvještaj se može koristiti i u svrhu prezentacije poslovanja kreditorima.</p>
<b>Osnova vrijednosti</b>	<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>
<b>Premise vrijednosti</b>	<p>Fer vrijednost procijenjena je na osnovu premise najveće vrijednosti za vlasnika (Highest and best use) koja pretpostavlja korištenje imovine u onim okolnostima koje bi maksimizirale potencijal i stvorile najveću vrijednost za vlasnika, za razliku od trenutne upotrebe (Value in use) koja pretpostavlja korištenje imovine prema trenutnim okolnostima.</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"><li>• da će menadžment kompanije koristiti samo one financijske i operativne strategije koje će maksimizirati vrijednost kompanije;</li><li>• 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.</li></ul> <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
<b>Izvor informacija i provedeni postupci</b>	<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"><li>• Prirodu poslovanja, rizici kojima je podložno poslovanje, povijesni obrasci rasta i buduća razmatranja;</li><li>• Opću gospodarsku perspektivu, položaj industrije u postojećem gospodarstvu i položaj poduzeća unutar svoje industrije;</li><li>• Knjigovodstvenu vrijednost i opće financijsko stanje poslovanja;</li><li>• Sposobnost poslovanja za isplatu dividende;</li><li>• Postojanje podcijenjenih materijalnih i nematerijalnih vrijednosti;</li><li>• Sve nedavne prodaje udjela tvrtke;</li><li>• Tržišnu cijena dionica, udjela ili imovine tvrtki koje se bave srodnim djelatnostima gdje se takvim dionicama trguje na burzi; i</li><li>• Druge činjenice i okolnosti za koje smo procijenili da su važne za ukupnu vrijednost.</li></ul> <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>
<b>Ograničenja i pretpostavke</b>	<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"><li>• Dohodovni pristup</li><li>• Tržišni pristup</li><li>• Troškovni pristup</li></ul> <p>U okviru tri osnovna pristupa može se koristiti nekoliko metoda za procjenu vrijednosti.</p> <p><b>Dohodovni pristup</b> 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><b>Tržišni pristup</b> 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><b>Troškovni pristup</b> 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>

---

# ZAKLJUČAK ANALIZE

Na temelju činjenica, pretpostavki i metoda korištenih u našoj analizi, procjenjujemo da je fer vrijednost 204 mobilnih kućica i 211 šatora u vlasništvu društva Vacansoleil d.o.o. jednaka 4,7 milijuna EUR, bazirano na njihovoj uporabi. Vrijednost priznatih tražbina vjerovnika u stečajnom postupku iznosi 5,0 milijuna EUR čime je procijenjena vrijednost kapitala jednaka nuli.

## Pristup i metodologija

Marčinković i partneri d.o.o. („MP” ili „Savjetnik”) izvršili su procjenu vrijednosti imovine društva Vacansoleil d.o.o. koja se odnosi na 204 mobilne kućice i 211 šatora temeljem njene uporabe uz premisu korištenja imovine u onim okolnostima koje bi maksimizirale potencijal i stvorile najveću vrijednost za vlasnika, za razliku od trenutne upotrebe (Value in use) koja pretpostavlja korištenje imovine prema trenutnim okolnostima.

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.

Ključne pretpostavke:

- Vrijednost imovine u upotrebi temeljena je na uporabi imovine u skladu s industrijskom normom i najboljom praksom
- U svrhu izračuna očekivanih prihoda od korištenja imovine korištene su cijene usporedive imovine na istoj ili sličnoj lokaciji
- U svrhu izračuna očekivanih rashoda korištena je najbolja procjena Savjetnika uz usporedbu s profitabilnosti usporedivih subjekata
- U svrhu pretpostavki trenutne starosti i očekivanog preostalog korisnog vijeka uporabe imovine korišten je procjembeni elaborat predmetne imovine pripremljen od strane ovlaštenog vještaka građevinske struke.

## Zaključak

S obzirom na prethodno navedeno, mišljenja smo kako je:

- Indikativna vrijednost predmetne imovine temeljem njene upotrebe u rasponu od 4,4 do 5,1 milijun EUR odnosno jednaka 4,7 milijuna EUR**
- Vrijednost kapitala Društva jednaka 0,00 EUR s obzirom da iznos prijavljenih tražbina vjerovnika u stečajnom postupku iznosi 5,0 milijuna EUR čime iznos obveza Društva premašuje vrijednost imovine Društva**

## Sažetak analize (Vacansoleil)

Prijavljene tražbine	EUR
Vrijednosti imovine u upotrebi	4.700.000
Ukupan iznos priznatih tražbina vjerovnika	(5.013.421)
<b>Vrijednost neto imovine (kapitala)</b>	<b>-</b>

Vrijednost poslovanja izračunata je primjenom DCF metode kao ukupna sadašnja vrijednost budućih novčanih tokova na osnovu projekcija poslovanja u skladu s industrijskom normom, pod pretpostavkom najbolje i maksimalne uporabe imovine bez značajnijih restrukturiranja, povećanja kapaciteta imovine ili povećanja njene učinkovitosti.

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	11
Pregled poslovanja	12
Pregled financijskog stanja	13
Procjena materijalne imovine Društva od strane vještaka	14

---

# OPĆI PODACI O DRUŠTVU

Vacansoleil d.o.o. društvo je registrirano za obavljanje djelatnosti pružanja smještaja u kampovima i prostorima za kampiranje. Društvo je u stečaju od dana 12.12.2023. godine.

---

## Informacije o društvu

VACANSOLEIL d.o.o., RIJEKA (u nastavku: Društvo), OIB 28752907977, MBS 080817794 osnovano je prema zakonima i propisima Republike Hrvatske kao društvo s ograničenom odgovornošću.

Sjedište: RIJEKA, Jelačićev trg 7

Uprava: Johannes Petrus Cornelis Ars, direktor Društva

Osnovna djelatnost: Kampovi i prostori za kampiranje

Prosječan broj zaposlenih tijekom izvještajnog razdoblja: 10

## Otvaranje stečaja

Okolnosti u kojima je Društvo poslovalo, dovele su do stanja u kojem nastavak poslovanja nije bio moguć te je došlo do otvaranja stečajnog postupka sa danom 12.12.2023. godine.

Društvo nije bilo u mogućnosti nastaviti poslovanje uz pretpostavku neograničenosti poslovanja.

Društvo nije uspjelo osigurati sredstva kako bi uskladilo mogućnosti sa zahtjevima za otplatom duga te osiguralo adekvatne resurse za nastavak poslovanja. Sukladno navedenome, financijski su izvještaji Društva sastavljeni na dan koji prethodi danu otvaranja stečajnog postupka (11.12.2023.).

Novo računovodstvo društva je preuzelo predaju financijskih izvještaja za 2023. godinu s obzirom da bivše računovodstvo nije ispunilo sve obveze, niti je stečajni upravitelj dobio podatke na uvid, te su temeljem toga financijska izvješća sastavljena na temelju podataka koji su bili dostupni novom računovodstvu, i koje nitko nije mogao potvrditi kao ispravne.

# PREGLJED POSLOVANJA

Društvo je tijekom 2023. godine (do otvaranja stečajnog postupka) ostvarilo prihode u iznosu od 6,4 milijuna EUR, te poslovne rashode u iznosu od 5,9 milijuna EUR, čime je ostvarena pozitivna EBITDA od 531 tisuću EUR (8,3%).

## RDG (Vacansoleil)

EUR	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023
	Ostvareno	Ostvareno	Ostvareno	Ostvareno	Ostvareno
<b>A</b> Prihodi od prodaje	3.809.754	658.951	3.750.729	6.087.586	6.406.394
Ostali poslovni prihodi	-	2.600	13.025	-	3.242
<b>Poslovni prihodi</b>	<b>3.809.754</b>	<b>661.551</b>	<b>3.763.754</b>	<b>6.087.586</b>	<b>6.409.636</b>
<b>B</b> Materijalni troškovi	(3.486.513)	(1.584.464)	(3.707.470)	(4.770.595)	(5.415.540)
<b>C</b> Troškovi osoblja	(218.009)	(148.130)	(210.094)	(237.422)	(346.988)
<b>D</b> Ostali troškovi	(97.455)	(22.168)	(78.317)	(102.492)	(115.856)
Rezerviranja	-	-	(199.451)	-	-
Ostali poslovni rashodi	(79)	(491)	(1.536)	(2.202)	(339)
<b>Poslovni rashodi</b>	<b>(3.802.056)</b>	<b>(1.755.253)</b>	<b>(4.196.868)</b>	<b>(5.112.711)</b>	<b>(5.878.724)</b>
<b>EBITDA</b>	<b>7.698</b>	<b>(1.093.702)</b>	<b>(433.114)</b>	<b>974.875</b>	<b>530.912</b>
<i>EBITDA marža</i>	<i>0,2%</i>	<i>-165,3%</i>	<i>-11,5%</i>	<i>16,0%</i>	<i>8,3%</i>
Amortizacija	(396.973)	(373.023)	(368.137)	(305.488)	(62.728)
<b>EBIT</b>	<b>(389.275)</b>	<b>(1.466.725)</b>	<b>(801.251)</b>	<b>669.387</b>	<b>468.184</b>
Financijski prihodi	12.100	2	34.978	13.980	1
Financijski rashodi	(77.256)	(95.700)	(235.079)	(148.017)	(53.337)
<b>Neto financijski rezultat</b>	<b>(65.156)</b>	<b>(95.698)</b>	<b>(200.101)</b>	<b>(134.037)</b>	<b>(53.336)</b>
<b>Dobit prije poreza</b>	<b>(454.431)</b>	<b>(1.562.423)</b>	<b>(1.001.352)</b>	<b>535.350</b>	<b>414.847</b>
Porez na dobit	-	-	-	-	-
<b>Dobit/(gubitak) razdoblja</b>	<b>(454.431)</b>	<b>(1.562.423)</b>	<b>(1.001.352)</b>	<b>535.350</b>	<b>414.847</b>
<i>Neto marža</i>	<i>-11,9%</i>	<i>-236,2%</i>	<i>-26,6%</i>	<i>8,8%</i>	<i>6,5%</i>

**A** Društvo je u poslovnoj godini 2023. ostvarilo prihode od prodaje u visini od 6.406.394 EUR koji se u cijelosti odnose na prihode od prodaje poduzetnicima unutar grupe. Poslovni model Društva podrazumijevao je organizaciju iznajmljivanja kapaciteta u kampovima od strane povezanih subjekata u Nizozemskoj i Belgiji.

**B** Materijalni troškovi sastoje se od troškova sirovina i materijala i troškova usluga (ostalih vanjskih troškova). Troškovi sirovina i materijala uključuju utrošene sirovine i materijal, utrošenu energiju, utrošene rezervne dijelove, otpis sitnog inventara i sl., a tijekom 2023. godine iznosili su 34.218 EUR.

**B** Vanjski troškovi podrazumijevaju troškove usluga koje su tijekom 2023. godine iznosile 5.381.322 EUR. Najznačajniji dio troška odnosio se na zakupnine (najamnine) nekretnina u iznosu od 2.890.281 EUR te usluge posredovanja u prodaji u iznosu od 1.952.563 EUR.

**C** Troškovi osoblja se odnose na troškove neto plaća i nadnica, troškova poreza i doprinosa iz plaća i troškova doprinosa na plaće. U 2023. godini troškovi osoblja iznosili su 346.988 EUR.

**D** Ostale troškove čine premije osiguranja, bankarske usluge i troškovi platnog prometa, zdravstvene usluge, troškovi prava korištenja, troškovi članarina, troškovi poreza koji ne ovise o dobitku i ostali nematerijalni troškovi poslovanja.

Društvo je u poslovnoj godini imalo ukupno 115.856 EUR ostalih troškova.

Izvor: Bruto bilance za razdoblje 2019-2022 i preliminarni podaci iz bruto bilance za period YTD2023

# PREGLED FINANCIJSKOG STANJA

Društvo je vlasnik 204 mobilne kućice i 211 šatora čija je neto knjigovodstvena vrijednost u potpunosti amortizirana. Prema mišljenju ovlaštenog sudskog vještaka, trenutna tržišna vrijednost predmetne imovine iznosi 2.015.893,40 EUR. Ukupno priznati iznos tražbina vjerovnika u stečajnom postupku iznosi 5,0 milijuna EUR.

## Bilanca stanja (Vacansoleil)

EUR	31.12.2019.	31.12.2020.	31.12.2021.	31.12.2022.	11.12.2023.
	Ostvareno	Ostvareno	Ostvareno	Ostvareno	Ostvareno
Materijalna imovina	1.196.909	823.886	367.081	67.376	12.423
<b>A Dugotrajna imovina</b>	<b>1.196.909</b>	<b>823.886</b>	<b>367.081</b>	<b>67.376</b>	<b>12.423</b>
<b>B</b> Ostala potraživanja	480.884	326.202	165.273	5.981	7.257.134
Kratkotrajna financijska imovina	45.406	-	-	19.972	-
Novac u banci i blagajni	2.251	344.676	6.907	876	5.723
<b>Kratkotrajna imovina</b>	<b>528.541</b>	<b>670.878</b>	<b>172.180</b>	<b>26.829</b>	<b>7.262.857</b>
<b>Ukupna imovina</b>	<b>1.725.450</b>	<b>1.494.764</b>	<b>539.261</b>	<b>94.205</b>	<b>7.275.280</b>
Temeljni kapital	2.654	2.654	2.654	2.654	2.654
Zadržana dobit/(preneseni gubitak)	(468.572)	(923.003)	(2.649.350)	(3.650.702)	(2.700.504)
Dobit/(gubitak) razdoblja	(454.431)	(1.562.424)	(1.001.352)	535.350	-
<b>Kapital i rezerve</b>	<b>(920.349)</b>	<b>(2.482.773)</b>	<b>(3.648.048)</b>	<b>(3.112.698)</b>	<b>(2.697.850)</b>
Dugoročna rezerviranja	-	-	199.451	-	-
<b>C</b> Ostale dugoročne obveze	1.551.336	-	-	-	3.467.000
<b>Dugoročne obveze</b>	<b>1.551.336</b>	<b>-</b>	<b>199.451</b>	<b>-</b>	<b>3.467.000</b>
<b>D</b> Kratkoročne financijske obveze	-	2.228.105	1.565.171	1.566.680	1.566.681
Obveze prema dobavljačima	106.715	434.344	2.417.239	1.629.674	4.461.373
Ostale kratkoročne obveze	908.482	1.286.812	5.448	10.548	461.934
Pasivna vremenska razgraničenja	79.265	28.277	-	-	16.141
<b>Kratkoročne obveze</b>	<b>1.094.462</b>	<b>3.977.538</b>	<b>3.987.858</b>	<b>3.206.902</b>	<b>6.506.129</b>
<b>E Kapital i obveze</b>	<b>1.725.449</b>	<b>1.494.765</b>	<b>539.261</b>	<b>94.204</b>	<b>7.275.279</b>

**A** Dugotrajna imovina na dan 11.12.2023. godine iznosi 12.423 EUR i cijelosti se odnosi na opremu u kampovima (šatori, znakovi i sl.). Društvo je vlasnik 204 mobilne kućice i 211 šatora, a knjigovodstvena vrijednosti istih je jednaka 0, odnosno u cijelosti je amortizirana.

**B** Ostala potraživanja gotovo se u cijelosti odnose na nespecificirana potraživanja od poduzetnika unutar grupe.

**C** Ostale dugoročne obveze u iznosu od 3.467.000 EUR odnose se na obveze prema zajmovima poduzetnika unutar grupe.

**D** Kratkoročne financijske obveze u iznosu od 1.566.681 EUR također se odnose na obveze za zajmove prema poduzetnicima unutar grupe (tekuće dospjeće).

**E** Ukupno priznate tražbine vjerovnika u stečajnom postupku iznose 5,0 milijuna EUR:

Ukupan dug (Vacansoleil)		Iznos
<b>Priznate tražbine</b>		
I. Viši isplati red		€ 79.255
II. Viši isplati red		€ 4.934.165
<b>Ukupno</b>		<b>€ 5.013.421</b>

Izvor: Bruto bilance za razdoblje 2019-2022 i preliminarni podaci iz bruto bilance za period YTD2023

---

# PROCJENA MATERIJALNE IMOVINE DRUŠTVA VACANSOLEIL D.O.O.

Uvod: Procjena mobilnih kućica, šatora i opreme društva

---

## Uvod

Na naš zahtjev, Ured za vještačenja d.o.o. dostavio nam je procjenu trenutne vrijednosti mobilnih kućica, šatora i opreme koji se koriste na više lokacija kampova u vlasništvu tvrtke VACANSOLEIL d.o.o., temeljenu na uvidu u dostavljenu dokumentaciju i trenutno dostupne podatke.

Nakon obilaska većine lokacija radi procjene općeg stanja predmeta i usklađivanja zatečenog stanja s dokumentacijom, primili smo izvješće koje uključuje nalaz, mišljenje i zaključak.

## Temelji za procjenu

Nalaz i mišljenje temeljeni su na:

- Dostupnim finansijskim i tehničkim podacima za predmete sa popisa
- Izjavi naručitelja da su svi predmeti procjene u ispravnom stanju i upotrebljivi u predviđene svrhe
- Općem stanju utvrđenom prilikom pregleda
- Preostalom vijeku trajanja uz pretpostavku redovitog održavanja
- Nabavnoj vrijednosti i stupnju amortizacije
- Aktualnom stanju cijena za takve i slične predmete na domaćem i stranom tržištu

---

# PROCJENA MATERIJALNE IMOVINE DRUŠTVA VACANSOLEIL D.O.O.

## Popis predmeta procjene po lokacijama

---

### PLAVA LAGUNA D.D – kampovi Bijela uvala, Park Umag, Stella maris

Kućice sa pripadajućim drvenim terasama koje su bile postavljene u navedenim kampovima ne nalaze se više u istima, već su odvojene od infrastrukturnih priključaka u kampovima i zajedno sa terasama koje su prethodno djelomično rastavljene, otpremljene na 2 lokacije izvan kampova i uskladištene. Pregled je izvršen na skladišnim lokacijama.

Šatori s pripadajućim drvenim podlogama i terasama su u potpunosti rastavljeni i spremljeni u ograđeni prostor izvan kampova, zbog čega ih nije bilo moguće pregledati. Međutim, na uvid su dobivene fotografije šatora snimljene prije rastavljanja od strane djelatnika tvrtke PLAVA LAGUNA.

Prema podacima dobivenih od djelatnika prilikom obilaska, tvrtka PLAVA LAGUNA bila je zadužena za **71 + 45 ili ukupno 116 kućica ADRIA**, od kojih su terase 71 mobilne kućice demontirane i neuporabljive, dok se uz 45 mobilnih kućica nalaze pripadajuće drvene terase i **15+18 ili ukupno 33 šatora sa drvenim postoljima i terasama**. Iz podataka u dokumentaciji dobivenih od naručitelja proizlazi da su kućice i šatori nabavljeni 30.09.2020. godine, ali prilikom pregleda na kućicama su pronađene naljepnice koje pokazuju da su u kampove stigle 2015. godine. Nema podataka o tome jesu li kućice 2015. godine u kamp stigle kao nove, ali ako se 2015. uzme kao polazna godina, kućice su na dan pregleda bile stare najmanje 9 godina, a ne 3,5 do 4 godine, kako bi proizlazilo iz datuma nabave navedenog u dokumentima. Kućice, njihova unutarnja oprema i pripadajući dijelovi su u relativno dobrom stanju s obzirom na starost, ali su terase djelomično u osrednjem, a djelomično u lošem stanju, osobito nakon rastavljanja zbog premještanja, te bi ih bilo potrebno uređivati. Svi šatori su zajedno s terasama rastavljeni, složeni i pokriveni ceradom, pa njihovo stanje nije moguće utvrditi izravnim pregledom. Oprema šatora također je složena i pokrivena ceradom, pa nije moguć pregled.

Od djelatnika tvrtke PLAVA LAGUNA d.d. dobivene su fotografije šatora i kućica snimljenih prije rastavljanja i preseljenja. Na temelju izgleda na tim fotografijama može se zaključiti da su šatori prije rastavljanja bili u osrednjem stanju, kao i drvene podloge s verandama, koje bi bilo potrebno djelomično urediti i premazati zaštitnim premazom. Šatori su, prema popisu, također nabavljeni 30.09.2020. godine. Nije moguće pouzdano utvrditi jesu li tada bili novi ili rabljeni na temelju dostupnih podataka.

### AMINESS MARAVEA RESORT – Novigrad istarski

Na ovoj lokaciji se nalaze samo **30 šatora** koji su postavljene na odgovarajuća drvena postolja sa terasom. Stanje šatora i pripadajućih drvenih podloga sa verandama je dobro, oprema podacima dobivenim od ravnateljice kampa, šatori su nabavljeni 2018./2019. godine. Unutarnja oprema i inventar šatora je u vrlo dobrom stanju.

### LANTERNA PREMIUM CAMPING RESORT (Valamar)

Na ovoj lokaciji nalaze se **2 mobilne kućice ADRIA** sa terasama, a prema naknadno dostavljenim informacijama, na ovoj lokaciji postoji i **25 šatora sa odgovarajućim drvenim postoljima i terasom**.

Vanjski i unutarnji izgled kućica i terasa približno je isti kao i onih koje su bile korištene za potrebe tvrtke PLAVA LAGUNA i istog su proizvođača, pa se može zaključiti da se također koriste već 9 godina, tj. od 2015. godine. Stanje kućica, njihove opreme i inventara je uzevši u obzir starost dobro, dok su terase u osrednjem stanju.

Stanje šatora i pripadajuće opreme je dobro, a platformi sa verandom osrednje.

### KAMP POLARI (MAISTRA) - Rovinj

U kampu POLARI, prema naknadno dostavljenim informacijama Naručitelja, postavljen je **ukupno 21 šator**, starosti 5 godina, bez sanitarnih priključaka. Šatori su postavljeni 2019. godine i u dobrom su stanju. Drvene platforme sa verandama šatora su u osrednjem stanju.

### Bi VILLAGE kamp – Fažana

Na lokaciji Bi VILLAGE nalazi se ukupno **45 mobilnih kućica ADRIA** starih najvjerojatnije također 9 godina, sa pripadajućim drvenim terasama i **20 šatora** sa drvenim platformama i terasama. Stanje kućica, interijera i opreme je dobro do vrlo dobro, dok su terase u osrednjem stanju. Šatori i njima pripadajuća drvena postolja sa verandama su u dobrom stanju.

# PROCJENA MATERIJALNE IMOVINE DRUŠTVA VACANSOLEIL D.O.O.

## Popis predmeta procjene po lokacijama

### KAMP ČIKAT – Lošinj

U kampu ČIKAT postavljeno je **28 šatora sa drvenim postoljem i verandom** za goste kampa i još 2 jednostavnija manjih dimenzija bez drvenih platformi, kojima se koristi osoblje kampa i nisu opremljeni za iznajmljivanje. Prema izjavi voditelja kampa, šatori su u upotrebi od 2019. godine. Stanje šatora i pripadajućih platformi unutarnje opreme i inventara je dobro.

### KAMP JADRAN d.d. – Selce

U kampu JADRAN nalazi se **24 šatora sa drvenim postoljem i verandom** Prema izjavi voditeljice kampa, šatori su u upotrebi od 2021. godine. Stanje šatora i pripadajućih platformi, unutarnje opreme i inventara je dobro.

### KAMP AMADRIA PARK – Trogir

Prema dostavljenim podacima dobivenim od osoblja kampa, u istom se nalazi **41 mobilna kućica sa pripadajućom drvenom terasom i 30 šatora sa drvenim postoljem i verandom**. Prema dostupnim podacima, stanje kućica, šatora, pripadajućih drvenih terasa i platformi za šatore, unutarnje opreme i inventara je dobro. Prema brojevima šasija, proizvođač kućica je ADRIA, a vrijeme prve upotrebe uzima se 2015. godina, kao i za ostale kućice na drugim lokacijama. Starost šatora je vjerojatno 3-5 godina.

### KAMP TERME TUHELJ - Tuhelj

Prema dostavljenim podacima koji su dobiveni od osoblja kampa, u istom se nalazi ukupno **18 šatora sa drvenim postoljem i verandom**. Prema dostupnim podacima, stanje šatora i pripadajućih drvenih platformi za šatore, unutarnje opreme i inventara je dobro.

#### REKAPITULACIJA:

Ukupan broj mobilnih kućica: 204 + 204 drvene terase

Ukupan broj šatora za iznajmljivanje: 211 + 211 drvenih platformi sa verandom

Ukupan broj šatora za osoblje: 2

### Ostala oprema sa popisa

	Naziv	Kol.	Datum Nabave	Cijena nabavna/kom	Cijena ukupno €
1	KLIMA UREDAJI MAXON	4	29.07.2021	453,91	1.815,65
2	BOJLER MAG mini 114/1	1	10.08.2021	340,30	340,30
3	Klima uređaj MAXON	2	21.09.2021	569,38	1.138,76
4	DRVENE VAZE kamp Čikat	5	15.03.2022	162,81	814,05
5	KLIMA GREE INVERTER	1	28.06.2022	672,90	672,90
6	BOJLER MAG MINI 114/1	1	29.07.2022	410,71	410,71
7	KLIMA AZURI 3,5 kW	1	31.08.2022	580,00	580,00
8	KLIMA VIVAX COOL ACP-	3	31.08.2022	530,89	1.592,67
9	BOJLER MAG MINI 114/1	1	31.08.2022	366,31	366,31
10	KLIMA - AZURI 3,5 kW	1	30.09.2022	613,18	613,18
11	KLIMA VIVAX COOL ACP-	1	30.09.2022	733,16	733,16
12	KLIMA VIVAX COOL ACP-	1	30.06.2023	480,00	480,00
13	KLIMA VIVAX COOL ACP	2	30.06.2023	480,00	960,00
14	KLIMA VIVAX COOL Q DESIGN	3	30.06.2023	580,00	1.740,00
15	BOJLER MAG MINI 114/1	1	30.06.2023	414,10	414,10
16	KLIMA UREDAJ TERMA DO 5 kW	1	31.07.2023	1.230,00	1.230,00
17	VIVAX COOL 12H35AERI R 32	4	31.08.2023	737,50	2.950,00
18	ZNAK RECEPCIJA	3	30.09.2020.	482,77	1.448,31

### Određivanje amortizacije

Metode otpisa vrijednosti ili amortizacije mobilnih kućica, šatora i pripadajuće opreme su računovodstvena rješenja kojima se nastoji precizno rasporediti amortizacijske iznose tijekom vremena. Ovdje se primjenjuje sustav obračuna koji uzima u obzir predviđeni vijek trajanja, način korištenja, intenzitet upotrebe i održavanje predmeta procjene. Objektivna tržišna vrijednost svakog pojedinog predmeta procjene određuje se na temelju njegovog stanja, stupnja gubitka vrijednosti te trenutne ponude i potražnje na tržištu rabljenih predmeta.

#### METODOLOGIJA I NAČIN PROCJENE:

Primjenom tržišne metodologije procjene vrijednosti sukladno pravilima struke, poštujući sve gore navedeno korištena je slijedeća formula :

Vrijednost predmeta procjene =  $NV \times K1 / K2 \times FN$

NV = novo nabavna vrijednost

K1 = koeficijent amortizacije

K2 = koeficijent stanja opreme i uređaja + koeficijent tržišta

FN = namjena svakog pojedinog predmeta i udio u cjelini te uporabna vrijednost

# PROCJENA MATERIJALNE IMOVINE DRUŠTVA VACANSOLEIL D.O.O.

## Zaključak i mišljenje

### Mišljenje

Iz dobivenih podataka proizlazi da su kućice nabavljene 2020.godine, no pregledom na terenu utvrđeno je da su u upotrebi od 2015. godine. Cijene po kojima su kućice 2020. godine nabavljene kreću se u rasponu od 14.600,00 do 16.900,00 €, a kako se nabavna cijena potpuno novih kućica ove kategorije ovisno o opremljenosti kreće u rasponu od 28.000,00-32.000,00 €, može se zaključiti da su predmetne kućice u vrijeme nabave bile rabljene i stare oko 5 godina. Kod utvrđivanja njihove pojedinačne i ukupne trenutne vrijednosti je to u konkretnom slučaju bilo potrebno uzeti u obzir.

Vijek trajanja kućica uz redovito održavanje u praksi je 15 godina s time da im je gubitak vrijednosti u prvih 5 godina korištenja veći i iznosi oko 50 % , a kasnije se kroz godine postupno smanjuje. Kućice su nakon nabave korištene nešto manje od 4 godine, pa se uzevši u obzir njihovo trenutno stanje procjenjuje da im gubitak vrijednosti od trenutka nabave iznosi 40 % od njihove tadašnje nabavne cijene.

Sukladno tome u daljnjim tablicama navodi se pojedinačna i ukupna nabavna vrijednost i ukupna trenutna vrijednost po lokacijama

### Trenutna vrijednost mobilnih kućica bez drvenih terasa

#### PLAVA LAGUNA – Bijela Uvala

	MODEL	količina	Ulazna cijena/kom	Ukupno nab. vrijednost	Ukupno tren. Vrijednost -50%
1	Holiday Dalmacija	14	16.896,64	236.552,96	118.276,48
2	Waikiki	15	15.258,40	228.876,00	114.438,00
3	Tahiti	3	15.143,32	45.429,96	22.714,98
4	Supertitania suita	25	11.554,75	288.868,75	144.434,37
5	Supercordelia	14	16.271,82	227.805,51	113.902,75
		71		1.027.533,18	513.766,58

#### PLAVA LAGUNA - Umag

	MODEL	količina	Ulazna cijena/kom	Ukupno nab. vrijednost	Ukupno tren. Vrijednost -50%
1	Bali	8	14.614,55	116.916,47	58.458,23
2	Waikiki	6	15.187,46	91.124,78	45.562,39
3	Tahiti	16	14.890,47	238.247,61	119.123,80
4	Nepoznat model	15	14.897,49*	223.462,35	111.731,17
		45		669.751,21	334.875,59

#### LANTERNA PREMIUM CAMPING RESORT

	MODEL	količina	Ulazna cijena/kom	Ukupno nab. vrijednost	Ukupno tren. Vrijednost -50%
1	Nepoznat model	2	14.897,49*	29.794,98	14.897,49

#### BIVILAGE

	MODEL	količina	Ulazna cijena/kom	Ukupno nab. vrijednost	Ukupno tren. Vrijednost -50%
1	Bali	5	14.714,90	73.574,46	36.787,23
2	Waikiki	22	15.287,80	336.331,50	168.165,75
3	Tahiti	18	14.201,80	255.632,40	127.816,20
		45		665.538,36	332.769,18

#### AMADRIA PARK – Trogir

	MODEL	količina	Ulazna cijena/kom	Ukupno nab. vrijednost	Ukupno tren. Vrijednost -50%
1	Waikiki	8	16.446,76	131.574,09	65.787,05
2	Bali	6	16.260,74	97.564,45	48.782,23
3	Nepoznat model	27	16.353,75*	441.551,25	220.775,62
		41		670.689,79	335.344,90

UKUPNO NABAVNA VRIJEDNOST 204 komada Kućica 2020. god.: 3.063.307,52 € neto

**UKUPNO TREKUTNA VRIJEDNOST 204 komada kućica: 1.531.653,76 € neto**

---

# PROCJENA MATERIJALNE IMOVINE DRUŠTVA VACANSOLEIL D.O.O.

Zaključak i mišljenje

---

## Trenutna vrijednost terasa uz mobilne kućice

Ukupno su identificirane 204 terase. U dostavljenom popisu imovine ne navode se tipovi terasa ovisno o modelima kućica uz koje su postavljene, nego se samo navodi ukupan broj po lokacijama i nabavna cijena. Budući da su mobilne kućice približno jednakih dimenzija uz moguća manja odstupanja, može se zaključiti da su i sve terase približno jednakih dimenzija.

Budući da su mobilne kućice približno jednakih dimenzija uz moguća manja odstupanja, može se zaključiti da su i sve terase približno jednakih dimenzija. Stoga, za potrebe određivanja pojedinačne vrijednosti jedne terase, uzeta je ukupna nabavna vrijednost svih terasa sa popisa i podijeljena sa brojem terasa koje se navode u popisu.

Prema popisu, ukupan broj terasa iznosi 146, s ukupnom nabavnom cijenom od 186.149,23 €. Srednja nabavna vrijednost jedne terase iznosi 1.274,99 €. Prema podacima prikupljenim na terenu, postoji 204 kućice, što sugerira da svaka kućica ima pripadajuću terasu, te je ukupan broj terasa također 204. Pretpostavlja se da je starost terasa jednaka starosti kućica, što je oko 9 godina.

Prema podacima naručitelja od ukupno 204 terase, 71 terasa koja je bila postavljena uz kamp kućice u Bijeloj Uvali je zbog dotrajalosti rastavljena i kao takva neupotrebjiva, pa nema nikakvu uporabnu, niti tržišnu vrijednost. Zbog toga je predmet procjene vrijednost preostale 133 terase.

Iz gornjeg proizlazi ukupna nabavna vrijednost koja je 2020. godine za 133 terase iznosila 169.573,67 €. Također se uzima da je starost terasa jednaka starosti kućica, ili oko 9 godina.

Terasa su izrađene od drveta i u pravilu su nezaštićene od utjecaja atmosferilija, pa je njihov vijek trajanja kraći od vijeka trajanja kućica i iznosi najviše 10 godina uz redovito godišnje održavanje. Pregledom je utvrđeno da sve terase nisu u istom stanju, tj. neke su većeg, a neke manjeg stupnja istrošenosti, no bez pojedinačnog detaljnog pregleda svake od terasa, nije moguće točno odrediti njezin stupanj istrošenosti.

Zbog toga, za potrebe mišljenja, pretpostavljeno je da su terase u prosjeku u osrednjem stanju i da svaka zahtjeva određeni stupanj uređivanja, pa prosječna vrijednost jedne terase u takvom stanju iznosi najviše 25% njene nabavne vrijednosti iz 2020. godine, ili 312,00 € neto.

**Ukupna trenutna vrijednost 133 terase za mobilne kućice iznosi 42.393,42 € neto**

---

## Vrijednost šatora sa drvenim platformama i verandama

Podaci o količinama šatora nalaze se u dva popisa:

Prema jednom popisu, broj šatora iznosi 145 komada, nabavljeni su 30.09.2020. godine, i za sve se navodi isti naziv „Canvas Navajo“. Nabavna cijena po komadu, bez obzira na isti model, iznosila je između 550,00 i 700,00 € neto.

Prema drugom popisu, datum nabave nije poznat, broj šatora iznosi 268 komada. Kao naziv modela navodi se „Bungalow“ za 141 komad i „Safari“ za 127 komada. Nabavna cijena za sve šatore „Bungalow“ iznosila je 320,00 €, dok za šatore „Safari“ postoji cijena od 2.000,00 € po komadu za 50 komada, a za 71 komad cijena je 2.500,00 € po komadu.

Na temelju takvih podataka nije moguće pouzdano utvrditi kolike su doista bile nabavne cijene za pojedine šatore, niti se zna na što se te ulazne cijene odnose. Da li je u pitanju samo platneni šator sa konstrukcijom za postavljanje ili se radi o šatoru sa konstrukcijom za postavljanje i drvenom platformom sa verandom na kojima se šatori u kampovima nalaze. Također nije poznato da li je oprema šatora ( čajna kuhinja- kuhinjski pult sa pripadajućim uređajima, stolovi, stolice, kreveti, spremišta i rasvjetna tijela) uključena u nabavnu cijenu.

Nabavne cijene novih i potpuno opremljenih šatora za iznajmljivanje, unutarnje površine 18 - 20 m2 koji po svom izgledu odgovaraju predmetnim šatorima zajedno sa drvenim postoljima i verandom + kompletan namještaj i uređaji, ovisno o stupnju opremljenosti kreću se u rasponu od 6.500,00 do 8.500,00 € neto. Cijena novog golog šatra sa konstrukcijom za postavljanje kreće se u rasponu od 1.500,00 -2.000,00 € a cijena šatora sa platformom i verandom u rasponu od 2.500,00 do 3.000,00 €. U navedene cijene nije uključena oprema šatora i inventar.

Zbog svega navedenog, kod određivanja objektivne vrijednosti šatora dat će se trenutna vrijednost šatora sukladno starosti koja proizlazi iz godine nabave i prema broju koji proizlazi iz podataka dobivenih od voditelja kampova. Budući da svi šatori trenutno imaju pripadajuća drvena postolja s verandama, kod određivanja njihove vrijednosti treba ih promatrati kao jednu cjelinu.

# PROCJENA MATERIJALNE IMOVINE DRUŠTVA VACANSOLEIL D.O.O.

Zaključak i mišljenje

## Broj šatora po lokacijama i godina nabave

	Lokacija	količina	Godina nabave
1	Plava laguna -Bijela uvala	15	2018
2	Plava laguna - Umag	18	2018
3	Plava laguna – Stella maris	24	2018
3	Aminess Maravea resort	30	2018
4	Polari Rovinj	21	2019
5	BiVillage Fažana	20	2019
6	Kamp Lanterna	25	2019
7	Kamp Čikat Lošinj	28	2019
8	Kamp Jadran Selce	24	2021
9	Amadria Trogir	30	2021
10	Terme Tuhelj Tuhelj	18	2021
11	Skladište Odrn	30	2022

Prema dostupnim podacima količine šatora za iznajmljivanje po njihovoj starosti je slijedeći:

Šatori godište 2018. – starost 6 godina: 87 kom.

Šatori godište 2019. – starost 5 godina: 94 kom.

Šatori godište 2021. – starost 3 godine: 72 kom.

Šatori godište 2022. – starost 2 godine: 30 kom.

UKUPNO: 283 kom.

Šatori za osoblje kampa, godište 2019. -starost 5 godina: 2 kom.

Vijek trajanja šatora i pripadajućih platformi uz redovito održavanje iznosi 10 godina, a gubitak vrijednosti u prvoj godini iznosi 20 %, a tijekom preostalih godina upotrebe u prosjeku iznosi oko 8,3 % godišnje. Preostala vrijednost nakon 10 godina upotrebe je 5%.

Sukladno tome:

Šatori stari 6 godina imaju preostalu vrijednost od 38,5 %

Šatori stari 5 godina imaju preostalu vrijednost od 47,0 %

Šatori stari 3 godina imaju preostalu vrijednost od 63,3 %

Šatori stari 3 godina imaju preostalu vrijednost od 72,5 %

Kako ne postoje točni podaci o modelima predmetnih šatora, prilikom procjene njihove pojedinačne vrijednosti kao polazište uzet će se prosječna cijena šatora sa platformom i verandom, koja iznosi 2.750,00 €. Primjenom utvrđene preostale postotne vrijednosti dobivaju se vrijednosti šatora sa platformama i verandama, bez unutarnje opreme i inventara, u slijedećim iznosima:

Šatori godište 2018. – starost 6 godina: 87 kom × 1.058,75 = 92.111,25 € neto

Šatori godište 2019. – starost 5 godina: 94 kom × 1.292,50 = 121.495,50 € neto

Šatori godište 2021. – starost 3 godine: 72 kom × 1.740,75 = 125.334,00 € neto

**Trenutna ukupna vrijednost šatora sa platformama bez opreme: 338.904,75 € neto.**

# PROCJENA MATERIJALNE IMOVINE DRUŠTVA VACANSOLEIL D.O.O.

Zaključak i mišljenje

## Trenutna vrijednost ostale opreme s popisa

	Naziv	Kol.	Datum Nabave	Cijena/kom	Cijena ukupno	Preostala vrijednost	Trenutna Vrij./kom	ukupno
1	KLIMA UREĐAJI MAXON	4	29.07.2021	453,91	1.815,65	40%	181,56	726,26
2	BOJLER MAG mini 114/1	1	10.08.2021	340,30	340,30	65%	221,20	221,20
3	Klima uređaj MAXON	2	21.09.2021	569,38	1.138,76	40%	227,75	455,50
4	DRVENE VAZE kamp Čikat	5	15.03.2022	162,81	814,05	50%	81,40	407,00
5	KLIMA GREE INVERTER	1	28.06.2022	672,90	672,90	60%	403,74	403,74
6	BOJLER MAG MINI 114/1	1	29.07.2022	410,71	410,71	75%	308,03	308,03
7	KLIMA AZURI 3,5 kW	1	31.08.2022	580,00	580,00	60%	348,00	348,00
8	KLIMA VIVAX COOL ACP-	3	31.08.2022	530,89	1.592,67	60%	318,53	955,60
9	BOJLER MAG MINI 114/1	1	31.08.2022	366,31	366,31	75%	252,23	252,23
10	KLIMA - AZURI 3,5 kW	1	30.09.2022	613,18	613,18	60%	367,90	367,90
11	KLIMA VIVAX COOL ACP-	1	30.09.2022	733,16	733,16	60%	439,90	439,90
12	KLIMA VIVAX COOL ACP-	1	30.06.2023	480,00	480,00	70%	336,00	336,00
13	KLIMA VIVAX COOL ACP	2	30.06.2023	480,00	960,00	70%	336,00	672,00
14	KLIMA VIVAX COOL Q DESIGN	3	30.06.2023	580,00	1.740,00	70%	406,00	1.218,00
15	BOJLER MAG MINI 114/1	1	30.06.2023	414,10	414,10	80%	331,20	331,20
16	KLIMA UREĐAJ TERMA DO 5 kW	1	31.07.2023	1.230,00	1.230,00	70%	861,00	861,00
17	VIVAX COOL 12H35AERI R 32	4	31.08.2023	737,50	2.950,00	70%	516,25	516,25
18	ZNAK RECEPCIJA	3	30.09.2020	482,77	1.448,31	50%	241,39	724,17
					18.300,10			9.543,98

Ukupna trenutna vrijednost ostale opreme sa popisa: 9.543,98 € neto

## REKAPITULACIJA:

Ukupna trenutna vrijednost 204 komada mobilnih kućica: 1.531.653,76 €

Ukupna trenutna vrijednost 133 terase za mobilne kućice: 42.393,42 €

Ukupna trenutna vrijednost šatora sa platformama: 338.904,75 €

Ukupna trenutna vrijednost šatora sa opremom, ali bez platformi: 93.397,50 €

Ukupna trenutna vrijednost ostalih stavki sa popisa: 9.543,98 €

**Sveukupno neto bez pdv-a: 1.995.408,23 €**

## ZAKLJUČAK

Ukupna vrijednost svih predmeta procjene na dan 15.11.2024. godine u viđenom stanju iznosi:

**2.015.893,40 €**

PDV nije uključen.

DIO 3

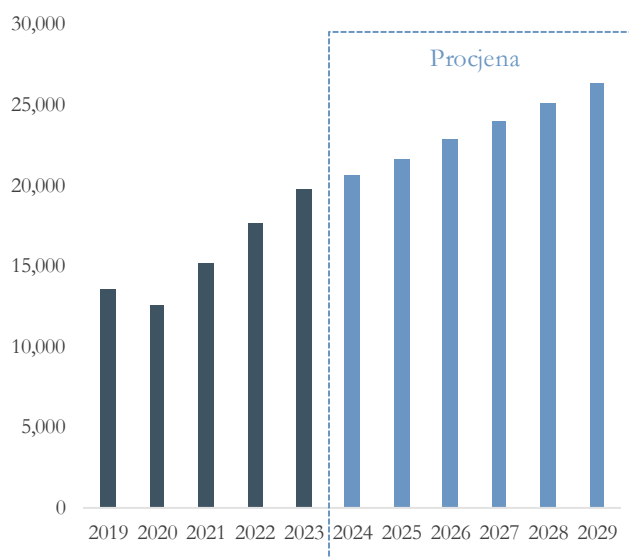
# POSLOVNO OKRUŽENJE

## MAKROEKONOMSKO OKRUŽENJE I INDUSTRIJSKI TRENDОВI

PODRUČJE	STR.
Makroekonomski indikatori	22
Turistički pokazatelji u RH	23
Tržište rada u Republici Hrvatskoj	25
Analiza turističkog sektora	27
Analiza tržišta kampova	29

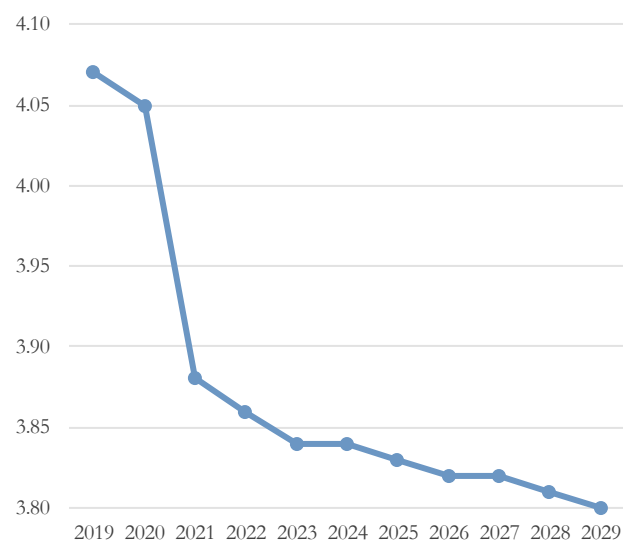
# MAKROEKONOMSKI INDIKATORI

## BDP po stanovniku



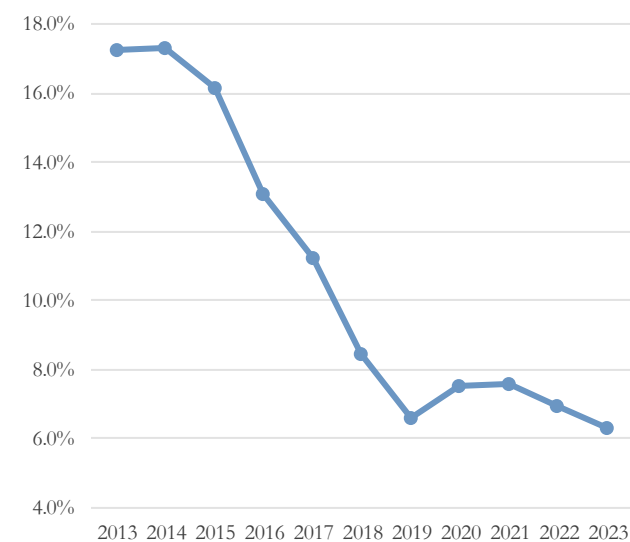
- Prema posljednjim dostupnim podacima za 2023. godinu, BDP po stanovniku u Hrvatskoj premašio je razinu od 19.847 EUR, te je porastao 12% na godišnjoj razini. Rast je još značajniji u usporedbi s 2019. godinom (45%), međutim potrebno je napomenuti kako je u istom periodu broj stanovnika smanjen za oko 5,2%. Realan porast BDP-a po stanovniku u periodu 2019-2023 iznosio je oko 38%.
- Predviđa se da će BDP po stanovniku u Hrvatskoj do 2029. godine ukupno porasti za oko 6.500 EUR te dosegnuti razinu višu od 26 tisuća EUR po stanovniku (33%, 2029/2023).

## Broj stanovnika (mil)



- Prema podacima posljednjeg popisa broja stanovnika iz 2021. godine, u RH ima nešto manje od 3,9 milijuna stanovnika, od čega 48% muškaraca i 52% žena. U odnosu na prethodni popis iz 2011., broj stanovnika smanjio se zaviše od 400.000 osoba (10%).
- Ukupno stanovništvo Hrvatske opada već gotovo tri desetljeća. Pad stanovništva je započeo ranije i odvija se znatno većim intenzitetom u odnosu na kretanja na europskoj razini.
- Prema projekcijama UN-a, pred RH je snažan depopulacijski trend te se predviđa smanjenje populacije za oko 1% do kraja 2029. godine.

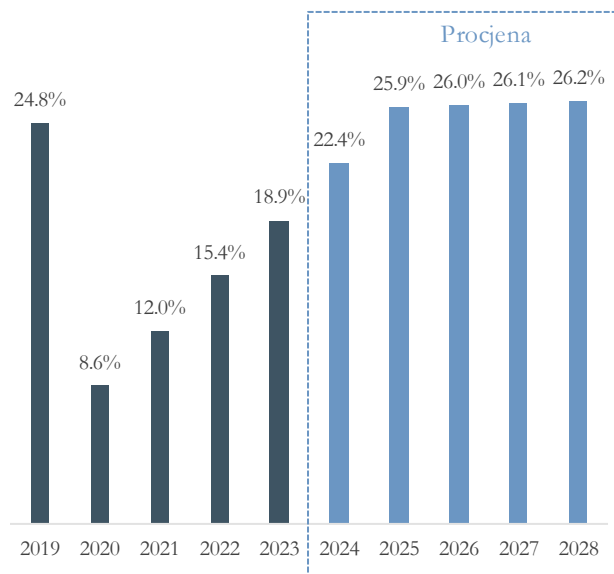
## Stopa nezaposlenosti



- Stopa nezaposlenosti u Hrvatskoj smanjena je za 0,7 postotnih bodova (-10%) u odnosu na prethodnu godinu. To je najniža stopa nezaposlenosti u promatranom razdoblju. 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.

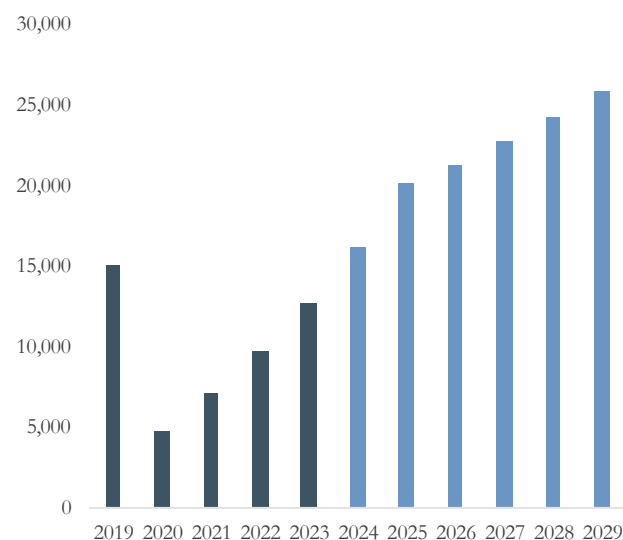
# TURISTIČKI POKAZATELJI U HRVATSKOJ

## Udio turizma u BDP-u (2019-2028)



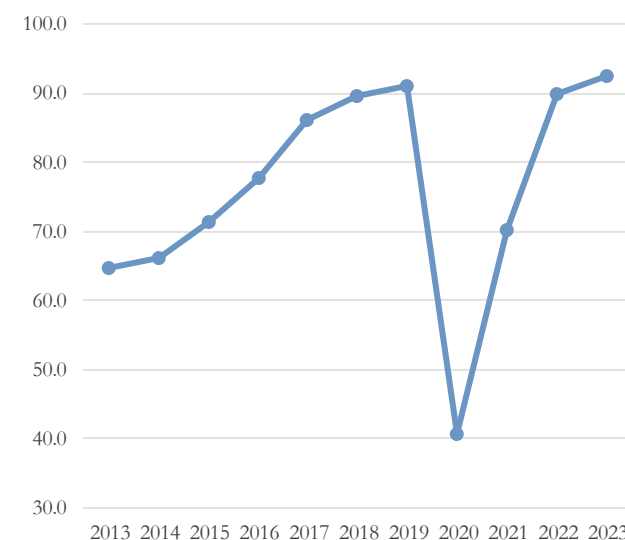
- Prikazan je ekonomski doprinos sektora turizma u Hrvatskoj u odnosu na bruto domaći proizvod. Prihod od turizma nedvojbeno je najveći kontributor rasta BDP-a u Hrvatskoj, čiji je udio dosegno gotovo 25% prije Covid-19. Iako se turizam oporavio u 2023. godini na razinu 2019. godine, značajnim porastom IT djelatnosti u RH, udio turizma u BDP-u nešto je manji te je iznosio oko 22,4%
- Predviđeno je kako će se udio turističkog sektora u BDP-u u Hrvatskoj kontinuirano povećavati između 2023. i 2028. za ukupno 7,4 postotna boda. Iako se predviđa da će se udio značajno povećati u sljedećim godinama, porast će se usporiti u budućnosti te se udio procjenjuje na oko 26,2% u 2028. godini.

## Prihodi od turizma (mil EUR)



- Iako je izazovno precizno mjeriti kontribuciju turističkog sektora u RH, procjenjuje se kako je ona tijekom 2023. godine iznosila oko 12,5 milijardi EUR.
- Hrvatskim turizmom dominira privatni smještaj te je kontribucija vjerojatno znatno veća.
- Predviđa se da će apsolutni gospodarski doprinos turizma u Hrvatskoj kontinuirano rasti između 2024. i 2029. za ukupno 10 milijardi EUR te da će dosegnuti razinu od gotovo 26 milijardi EUR do kraja 2029. godine.

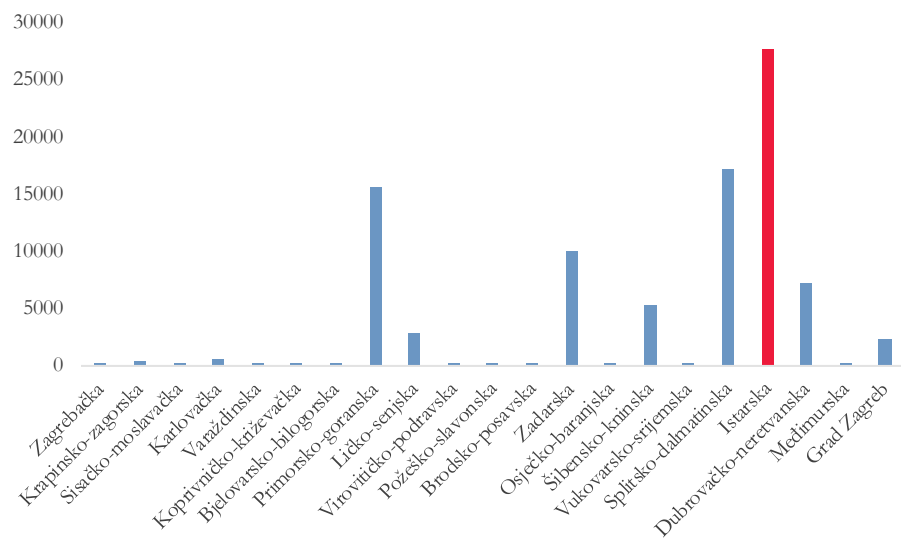
## Broj noćenja (mil)



- Hrvatska je tijekom 2023. godine zabilježila oko 19,5 milijuna dolazaka, odnosno 92,6 milijuna noćenja što je porast oko 2,6% u odnosu na 2022. godinu. Iz navedenih podataka zaključuje se kako je prosječan period boravka turista ispod 5 dana, što je produkt nedostatka sadržaja.
- Iz grafa je vidljivo kako je broj noćenja tijekom 2023. godine dosegno razinu prije Covid19, a prve prognoze za 2024. godinu upućuju da će biti zabilježena još jedna rekordna turistička sezona.

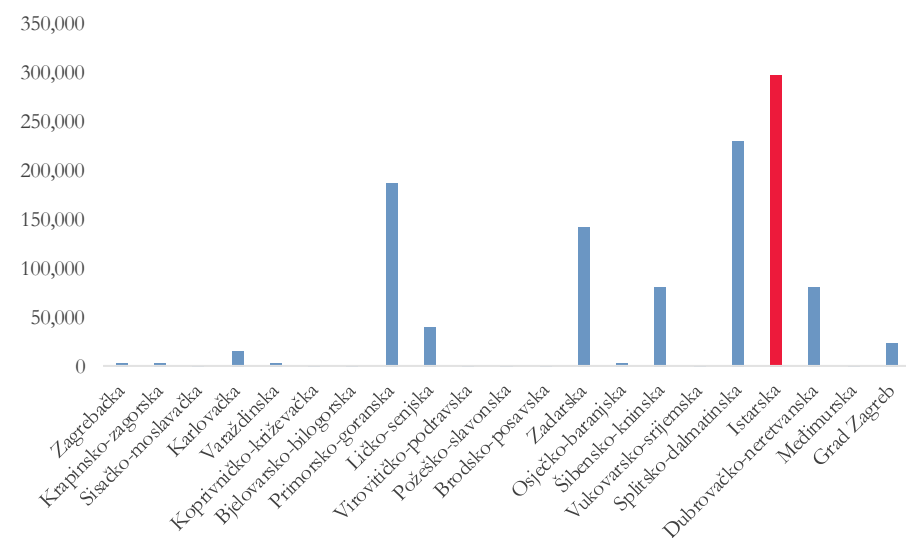
# TURISTIČKI POKAZATELJI PO ŽUPANIJAMA

Noćenja turista po županijama u Hrvatskoj (u 000)



- Istarska županija je tijekom 2023. godine ostvarila gotovo 28 milijuna noćenja što je oko trećine ukupnog broja noćenja u RH čime se istarska županija ističe se kao jedna od najvažnijih turističkih regija u Hrvatskoj. Općine Funtana, Vrsar i Tar-Vabriga bilježe najveći broj noćenja turista na 100 stanovnika u RH, što potvrđuje njihovu iznimnu popularnost.
- Osim toga, Funtana, Medulin i Fažana vodeće su po stopi turističke gustoće, mjereno kao broj noćenja po četvornom kilometru, dok Funtana, Medulin i Okrug imaju najvišu stopu turističke gustoće prema broju stalnih postelja. Prosječna stopa turističkog intenziteta u Hrvatskoj u 2022. godini iznosila je 29 stalnih postelja i 2.326 noćenja turista na 100 stanovnika, što dodatno naglašava uspjeh Istre u privlačenju velikog broja posjetitelja. Ovi podaci potvrđuju da Istra ne samo da privlači velik broj turista, već i ostvaruje iznimno visoke stope noćenja i smještajnih kapaciteta, čime se svrstava među najposjećenije i najatraktivnije destinacije u Hrvatskoj.

Smještajni kapaciteti po županijama (stanje 31. kolovoza 2022.)



- Prema posljednjim dostupnim podacima Hrvatska broji oko 1,1 milijun smještajnih jedinica, pri čemu Istarska županija broji oko 298 tisuća smještajnih jedinica čime čini oko 26% smještajnog kapaciteta.
- U Istarskoj županiji, najviše turističkih noćenja ostvareno je u kampovima i prostorima za kampiranje, s 11,2 milijuna noćenja, što čini značajnih 39,9% ukupnih noćenja. Na drugom mjestu su odmarališta i slični objekti za kraći boravak s 9,1 milijunom noćenja, odnosno 32,3% ukupnih noćenja. Hoteli i sličan smještaj bilježe 7,8 milijuna noćenja, što predstavlja 27,7% ukupnog broja noćenja.
- U 2023. godini, u odnosu na 2022., zabilježen je porast noćenja u kampovima za 1,8% i u hotelima za 3,7%, dok su noćenja u odmaralištima pala za 0,4%. Ovi podaci odražavaju pozitivnu dinamiku turističkog sektora u regiji.

# TRŽIŠTE RADA U REPUBLICI HRVATSKOJ (1/2)

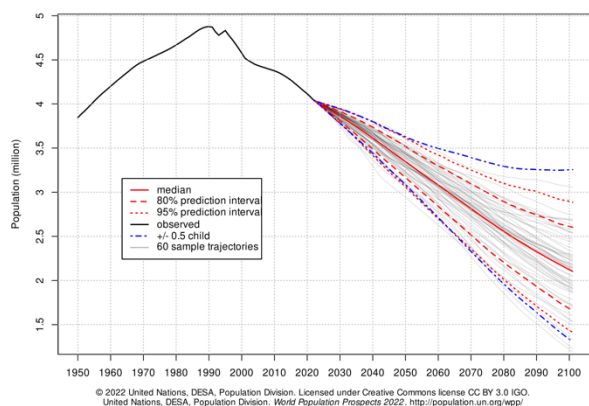
U Hrvatskoj je u posljednjih 10 godina prisutan trend ubrzane depopulacije, što uz istovremeni trend znatnog porasta zaposlenosti dovodi do manjka (kvalitetne) radne snage.

## Trend depopulacije u Republici Hrvatskoj

Prema podacima posljednjeg popisa broja stanovnika iz 2021. godine, u Republici Hrvatskoj ima nešto manje od 3,9 milijuna stanovnika, od čega 48% muškaraca i 52% žena. U odnosu na popis iz 2011., broj stanovnika smanjio se za 413.056 osoba ili 9,64%.

Projekcije UN-a predviđaj snažan depopulacijski trend do 2100. godine

### Prikaz: Projekcije broja stanovnika u RH do 2100.



- Ukupno stanovništvo Hrvatske opada već gotovo tri desetljeća.
- Pad stanovništva je započeo ranije i odvija se znatno većim intenzitetom u odnosu na kretanja na europskoj razini.
- Prikazane projekcije ne uključuju rezultate najnovijeg popisa stanovništva

Izvor: HNB

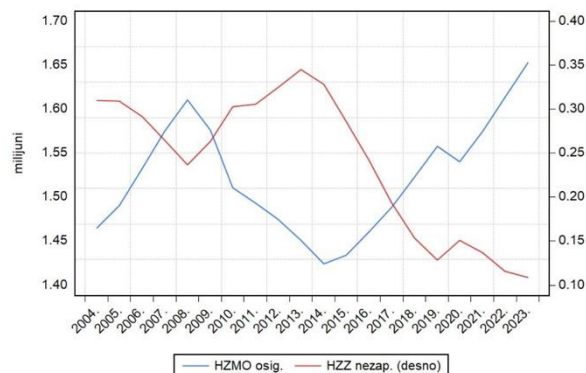
Usporedno sa smanjenjem broja stanovnika događaju se ubrzane promjene starosne strukture stanovništva. Stanovništvo u dobi od 25-64 godine bi se u idućih 20-ak godina moglo smanjiti za oko 400.000 osoba.

Sve navedeno dovodi do ključnog ograničavajućeg faktora proizvodnje, nedostatka radne snage.

## Tržište rada u Republici Hrvatskoj

Na tržištu rada u desetogodišnjem razdoblju prisutan je suprotan (pozitivan) trend, te je tako zaposlenost (mjerena brojem osiguranika kod HZMO-a) najviša, a nezaposlenost (registrirana pri HZZ-u) najniža u zadnja dva desetljeća.

### Prikaz: Broj osiguranika i broj nezaposlenih



- Zaposlenost u 2022. premašila je prethodni vrhunac iz 2008. (1,6 milijuna) i nastavila rasti u 2023. i na početku 2024.
- Nezaposlenost se sredinom 2023. snizila ispod 100 tisuća.

Izvor: HNB

Projekcije tržišta rada su povoljne, realne plaće (koje su u dužem razdoblju uglavnom slijedile rast produktivnosti), već od 2023. nadoknadile pad uzrokovan rastom inflacije 2022.

### Prikaz: Ključni pokazatelji tržišta rada

	Ostvarenje			Projekcija		
	2021.	2022.	2023.	2024.	2025.	2026.
Stopa nezaposlenosti (%)	7,6	7,0	6,1	6,0	5,7	5,5
Broj zaposlenih (stopa promjene, %)	1,2	2,5	2,5	1,8	1,5	1,3
Nominalne bruto plaće; (stopa promjene, %)	4,1	8,3	14,7	8,7	4,5	3,5
Realne bruto plaće (stopa promjene, %)	1,9	(2,7)	6,4	5,0	2,0	1,4

Izvor: HNB

# TRŽIŠTE RADA U REPUBLICI HRVATSKOJ (2/2)

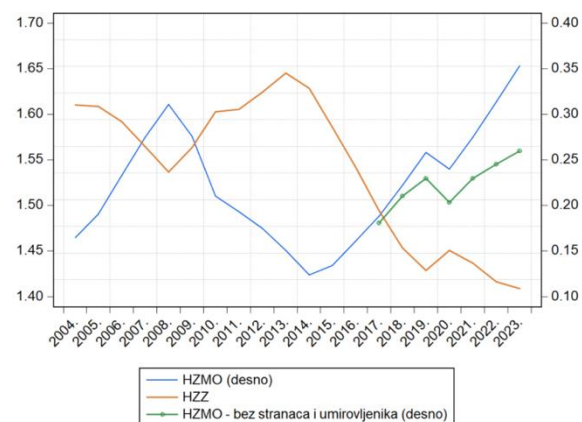
Nedostatak kvalificirane radne snage ključan je ograničavajući faktor proizvodnje prema anketama poduzetnika u RH, što se djelomično namiruje uvozom strane radne snage.

## Tržište rada u Republici Hrvatskoj (nastavak)

Prema podacima HNB-a, ankete poduzetnika u travnju 2024. potvrđuju nedostatak kvalificirane radne snage i dalje kao najvažniji ograničavajući čimbenik proizvodnje.

Koliko su neiskorišteni potencijali domaćeg tržišta rada pokazuje podatak kada se od ukupnog broja HZMO osiguranika odbije procjena zaposlenih stranih radnika i umirovljenika, može se vidjeti da još uvijek nije dosegnuta razina iz 2008. godine:

### Prikaz: Broj osiguranika i broj nezaposlenih



Izvor: HNB

- Prema posljednjim podacima stopa aktivnosti stanovništva u dobi od 15-64 godine je 70%.
  - I dalje među najnižima u EU, ali porast od oko 8pp u odnosu na početak 2000-ih
  - **Ako bi u ovom trenutku iznosila 75% što je otprilike prosjek EU, to bi značilo oko 120.000 dodatnih osoba na tržištu rada.**
- Činjenica da broj zaposlenih stranaca i umirovljenika naglo raste sugerira da je potencijal ove neaktivne populacije ograničen, no ne i nepostojeći

## Udio strane radne snage na tržištu rada

Točan broj stranih radnika u RH teško je utvrditi s obzirom na razlike u evidencijama HZZ-a, MUP-a, HZMO-a i DZS-a. Tako primjerice, prema podacima za 2023. godinu:

- HZZ-a evidentira 190.696 zaprimljenih zahtjeva 190.696
- MUP evidentira 172.499 izdanih dozvola za rad

Međutim, evidentan je relativni trend porasta strane radne snage:

- 47% više zaprimljenih zahtjeva prema podacima HZZ-a (2023/2022)
- 39% više izdanih dozvola za rad prema podacima MUP-a (2023/2022)

U prošlosti se manjak radne snage na domaćem tržištu većinom popunjavao iz susjednih zemalja, a prema posljednjim dostupnim podacima sve je veća važnost daljih, u prvom redu azijskih, zemalja.

### Prikaz: Državljeni trećih zemalja s odobrenim privremenim boravkom

	31.12.2017.	Udio %	30.9.2023.	Udio %	30.4.2024	Udio %
Bosna i Hercegovina	5.153	66	27.616	23	14.280	12
Nepal	4	0	14.721	12	13.741	11
Srbija	767	10	18.931	16	9.692	8
Indija	42	1	9.624	8	6.914	6
Filipini	10	0	6.862	6	5.165	4
Sjeverna Makedonija	181	2	11.083	9	4.861	4
Bangladeš	1	-	5.334	4	4.520	4
Kosovo	169	2	7.220	6	2.811	2
Zbroj navedenih	6.327	81	101.391	84	61.984	85
Ostalo	1.472	19	18.749	16	10.888	15
<b>Ukupno</b>	<b>7.799</b>	<b>100</b>	<b>120.140</b>	<b>100</b>	<b>72.872</b>	<b>100</b>

Izvor: HNB

Trend rast zapošljavanja stranih radnika i umirovljenika nije upitan - strani radnici počinju pridonositi rastu potencijalnog BDP-a

# ANALIZA TURISTIČKOG SEKTORA

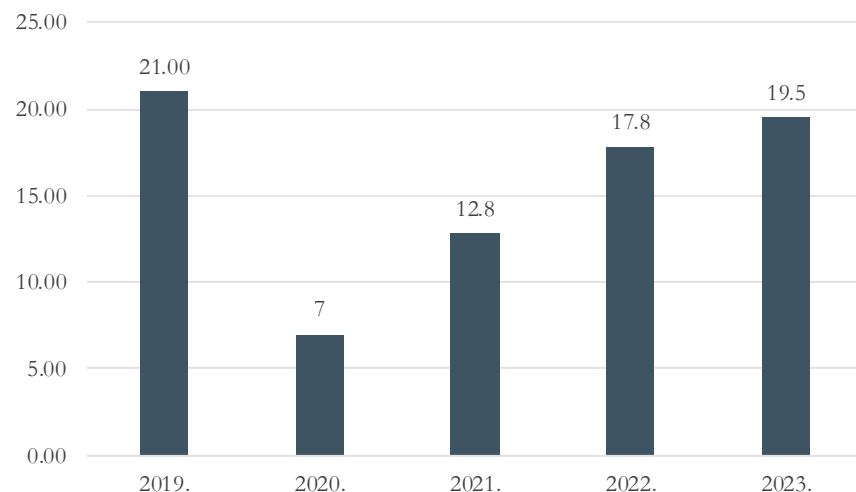
## Turizam u Hrvatskoj

Hrvatska je najposjećenije turističko tržište u Srednjoj i Istočnoj Europi. Turizam u Hrvatskoj ima veći doprinos u BDP-u (19,6%) nego u bilo kojoj drugoj državi članici Europske unije.

Zabilježen je značajan rast turističkih prihoda za cijelu 2023. godinu, s 13,1 mlrd. EUR u 2022. na 14,6 mlrd. EUR u 2023. godini (19,6% BDP-a), što čini porast od 1,49 mlrd. EUR ili 11,4%.

U 2023. godini u Hrvatskoj je zabilježeno 19,5 milijuna dolazaka i 92,4 milijuna noćenja, prema sustavu eVisitor. Hrvatska je zabilježila rast od 9,5% u dolascima i 2,7% u noćenjima u usporedbi s 2022. godinom.

### Prikaz broja turista po godinama (u mil.)



Izvor: eVisitor

## Smještajni kapaciteti

Sveukupni volumen smještajnih kapaciteta u razdoblju 2019. – 2023. na području Hrvatske u promatranom je razdoblju porastao za 11,4% (cca. 192.000 kreveta više).

Većina novoregistriranih kreveta u razdoblju 2019. do 2023. (cca. 74%) odnosi na nekomercijalni smještaj. Preostalih 26% novih kreveta prvenstveno se odnosi na obiteljski smještaj, hotelski su kapaciteti rasli neznatno.

### Prikaz smještajnih kapaciteta po objektu

Vrsta objekta	2019.	2020.	2021.	2022.	2023.
Hoteli	178.913	176.381	176.402	178.151	180.388
Kampovi	252.312	254.344	255.117	249.774	251.553
Nekomercijalni smještaj	508.126	557.484	587.528	619.943	650.929
Objekti u domaćinstvu + OPG	610.413	584.055	582.628	602.295	642.456
Ostali ugostiteljski objekti	131.030	132.801	137.890	142.895	150.408
<b>Ukupno</b>	<b>1.680.794</b>	<b>1.705.065</b>	<b>1.739.565</b>	<b>1.793.058</b>	<b>1.875.734</b>

Izvor: eVisitor

## Noćenja

U odnosu na rekordnu turističku godinu 2019. bilo je 0,4% manje dolazaka, ali 1,2% više noćenja turista.

U strukturi ukupno ostvarenih dolazaka turista, 86,5% čine dolasci stranih turista, a 13,5% dolasci domaćih turista.

Sve vrste smještajnih objekta nisu postigli rezultat kao u 2019. godini. Hoteli su u 2023. bilježili rezultat niži od rezultata 2019. godine, objekti u domaćinstvu bilježili su relativnu stagnaciju, dok su kampovi zabilježili rast.

# ANALIZA TRŽIŠTA KAMPOVA (1/2)

## Poslovanje kampova

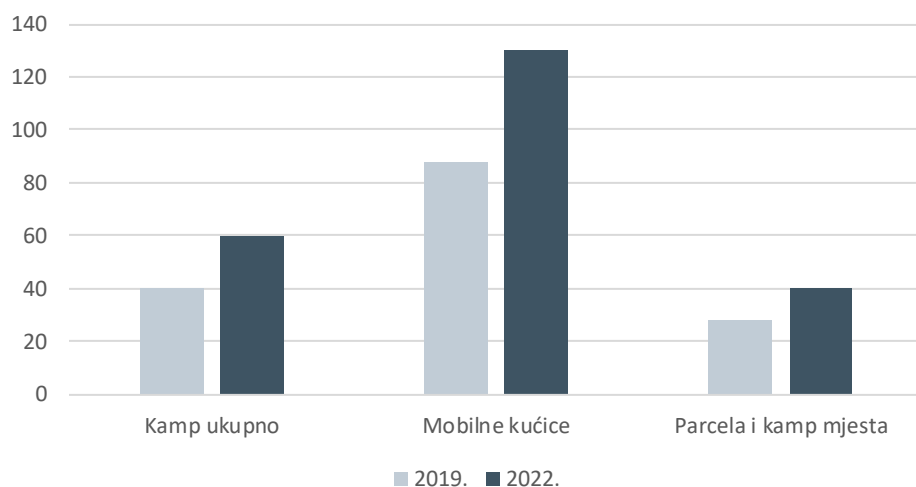
Kamp je jedan od najpopularnijih oblika smještaja u Hrvatskoj i 23,4% svih turističkih noćenja se ostvaruje u kampovima.

Od 2015. godine, godišnji prihod po mobilnoj kućici porastao je s 8.000 na 17.000 EUR, a parcele s 2.300 EUR na 4.300 EUR u 2023. godini

U 2023. prihod po raspoloživom objektu/smještajnoj jedinici za mobilne kućice bio je 112,5% veći od prihoda za parcele/kamp mjesta, dok je prihod po noćenju bio 87% veći.

Prosječna cijena noćenja u mobilnim kućicama, računajući period van sezone, bila je 130 EUR, a parcele 40 EUR. Maksimalna cijena noćenja u mobilnoj kući bila je 373 EUR.

## Prikaz prosječnih cijena kampova



Izvor: Benchmarking kampova

## Smještajni kapaciteti kampova

Hrvatski kamping sektor obuhvaća 833 kampa s otprilike 84.300 parcela i 15.000 mobilnih kućica, što omogućuje smještaj za više od 250 tis. gostiju.

Ponuda smještaja u kampovima stagnirala je u razdoblju između 2019. i 2023. godine, kako u broju kreveta, tako i u raspodjeli među klasterima, gotovo polovina ukupnih kapaciteta kampova nalazi se na području Istre.

## Prikaz smještajnih kapaciteta kampova

Klaster	2019.	2020.	2021.	2022.	2023.
Lika Karlovac	11.548	12.348	12.435	12.358	12.358
Dalmacija-Dubrovnik	8.061	8.226	8.226	8.226	8.226
Dalmacija-Šibenik	14.655	14.514	14.494	14.496	14.481
Dalmacija-Split	15.244	15.389	15.728	14.285	15.176
Dalmacija-Zadar	31.132	31.735	31.985	32.099	31.813
Kvarner	49.907	50.068	50.073	45.924	45.931
Istra	120.754	120.927	121.035	121.404	122.511
<b>Ukupno</b>	<b>251.301</b>	<b>253.207</b>	<b>253.976</b>	<b>248.792</b>	<b>250.496</b>

Izvor: eVištor

## Noćenja kampovi

U 2023. godini kampovi su ostvarili gotovo 21,5 milijuna noćenja, što je porast broja noćenja u odnosu na 2022. godinu kada je broj noćenja iznosio 20,8 milijuna noćenja.

Najveći rast broja noćenja je 2023. godine ostvaren u dolascima iz Mađarske – 19% više turista, iz Poljske je pak stiglo 9% više turista, a slijede gosti iz Švicarske i domaći gosti s rastom od po 6% u odnosu na 2022. godinu.

# ANALIZA TRŽIŠTA KAMPOVA (2/2)

## Trendovi posjetitelja kampova

Gosti kampova iznadprosječno su orijentirani na kupanje, odlaske u klubove/noćni život, ribolov i različite sportske aktivnosti.

Ispodprosječno ih zanimaju aktivnosti poput razgledavanja gradova, posjete kulturnim i povijesnim sadržajima, ili korištenje wellness/spa usluga.

Gosti kampova u načelu troše manje od gostiju drugih vrsta smještaja u svim skupinama izdataka, a najveća je razlika u troškovima smještaja te hrane i pića u restoranima i barovima.

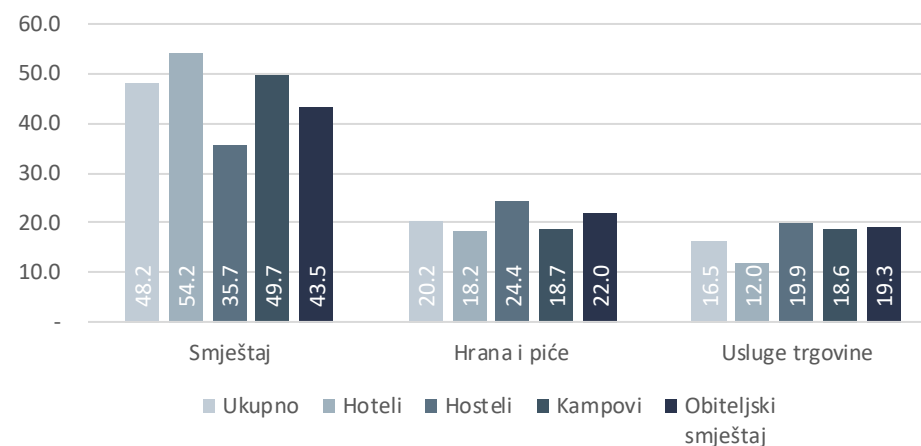
Prosječno najduže na putovanju u Hrvatskoj borave gosti smješteni u kampovima (12,9 noćenja), a najkraće oni smješteni u hotelima (7,4 noćenja).

## Prikaz prosječnih dnevnih izdataka turista

Prosječni dnevni izdaci	Ukupno	Hoteli	Hosteli	Kampovi	Obiteljski smještaj
Prosječni dnevni izdaci	140	195	90	84	139
Smještaj	68	106	32	42	61
Hrana i piće	28	36	22	16	31
Usluge trgovine	23	23	18	16	27
Kultura i zabava	4	5	5	3	4
Sport i rekreacija	4	5	1	3	4
Izleti	8	10	7	4	8
Lokalni prijevoz	2	2	1	1	2
Ostalo	4	8	4	1	3

Izvor: TOMAS Hrvatska 2022. – 2023.

## Prikaz strukture prosječnih dnevnih izdataka turista



Kategorija	Ukupno	Hoteli	Hosteli	Kampovi	Obiteljski smještaj
Prosječni dnevni izdaci	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Smještaj	48,2	54,2	35,7	49,7	43,5
Hrana i piće	20,2	18,2	24,4	18,7	22,0
Usluge trgovine	16,5	12,0	19,9	18,6	19,3
Kultura i zabava	3,0	2,8	5,6	3,1	3,1
Sport i rekreacija	2,7	2,5	1,5	3,3	2,7
Izleti	5,4	5,2	7,4	4,4	5,7
Lokalni prijevoz	1,2	1,0	1,0	1,1	1,3
Ostalo	2,9	4,0	4,6	1,2	2,5

Izvor: TOMAS Hrvatska 2022. – 2023.

**DIO 4**

# **METODOLOGIJA VREDNOVANJA**

## PRISTUP I METODE PROCJENE VRIJEDNOSTI POSLOVANJA

PODRUČJE	STR.
Pristup i metode vrednovanja	31
Aplicirani pristup i metode	34

# 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.

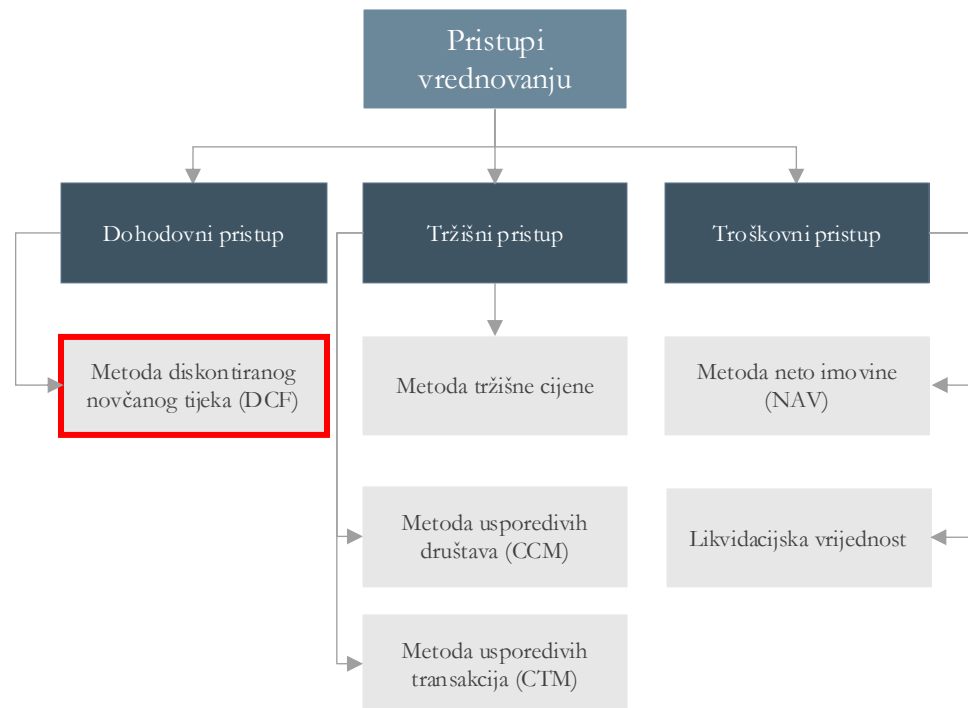
## Likvidacijska vrijednost

- 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 dobivena je primjenom DCF metode.

- **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	36
Pretpostavke poslovanja	37
Projekcije poslovanja	41
Izračun vrijednosti primjenom DCF metode	42
Diskontna stopa	43

# 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):

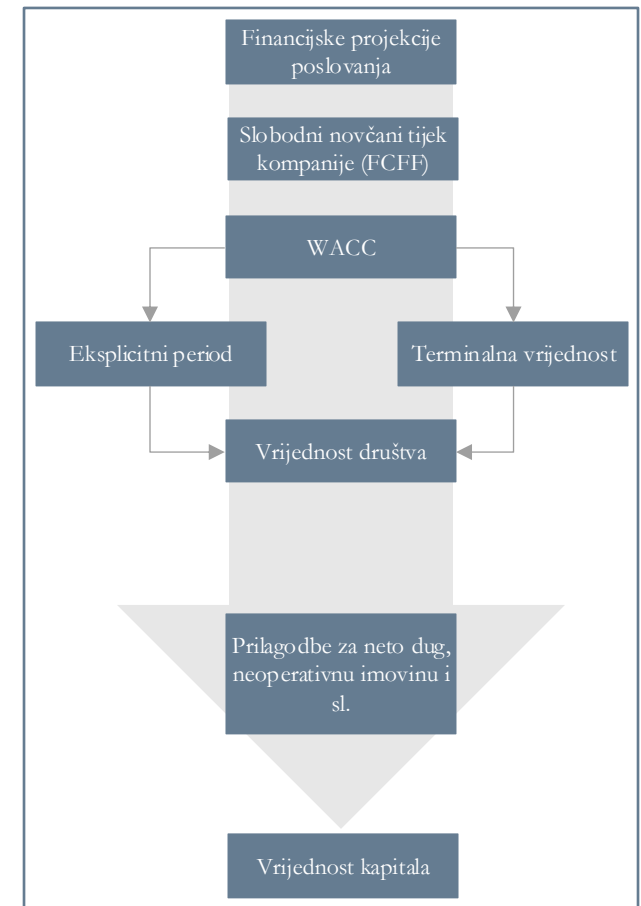
- Manje: Prilagođeni porez na dobit
- Jednako: Neto operativna dobit umanjena za porez (NOPAT)
- Plus: Amortizacija
- Manje: Promjene u radnom kapitalu
- Manje: Kapitalna ulaganja/investicije (CAPEX)
- Jednako: Slobodni novčani tijek društva (FCFF)

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

### Provedene aktivnosti

U svrhu izračuna vrijednosti imovine u upotrebi pripremili smo projekcije korištenja imovine za vrijeme njenog korisnog vijeka upotrebe. Sukladno navedenome, pripremljene su projekcije računa dobiti i gubitka te slobodnog novčanog tijeka od korištenja imovine.

## Ilustrativni prikaz koncepta DCF metode



# PRETPOSTAVKE POSLOVANJA (1/6)

Ključno područje	Opis
------------------	------

**Projekcije prihoda** Projekcija prihoda temelji se na najmu 204 mobilne kućice i 211 šatora u vlasništvu Društva.

## Razdoblje raspoloživosti najma

- Razdoblje raspoloživosti za najam u sezoni je od 15. travnja od 30. rujna, strukturirano prema ključnim periodima (cjenovnom rang) kako slijedi:
  - Predsezona 15.04. - 31.05.
  - Sezona 01.06. - 14.07.
  - Visoka sezona 15.07. - 15.08.
  - Post-sezona 16.08. - 30.09.

## Cijene dnevnog najma

- Cijena dnevnog najma za mobilne kućice i šatore izračunata je na temelju prosječne dnevne cijene najma temeljem usporedbe sličnih smještajnih jedinica u kampovima na kojima su smješteni objekti Društva. Usporedba je temeljena na cjenovnim podacima objavljenima na platformi Booking.com i službenim stranicama predmetnih kampova (usporedba je pripremljena na stranici 29 izvještaja). Iz ponude četiri usporediva apartmana čije su cijene oglašene na navedenoj stranici izračunata je prosječna cijena tjednog najma prema periodu sezone kako slijedi:

Usporedivi smještaj	Opis	Cijena dnevnog najma (Mobilne kućice)			
		Predsezona	Sezona	Visoka sezona	Postsezona
Camping Stela Maris	Umag	€ 150	€ 250	€ 400	€ 150
Aminess Maravea Resort	Novigrad Istarski	€ 100	€ 275	€ 350	€ 100
Lantern premium camping resort	Porč	€ 120	€ 320	€ 400	€ 120
Kamp Polari	Rovinj	€ 90	€ 230	€ 300	€ 90
BI Village	Fažana	€ 120	€ 200	€ 250	€ 120
Kamp Čikat	Lošinj	€ 120	€ 280	€ 350	€ 120
Kamp Jadran	Selce	€ 150	€ 250	€ 330	€ 150
Kamp Amadria Park	Trogir	€ 100	€ 130	€ 250	€ 100
<b>Prosjeak</b>		<b>€ 119</b>	<b>€ 242</b>	<b>€ 329</b>	<b>€ 119</b>

Usporedivi smještaj	Opis	Cijena dnevnog najma (šatori)			
		Predsezona	Sezona	Visoka sezona	Postsezona
Park Umag	Umag	€ 130	€ 280	€ 450	€ 130
Aminess Maravea Resort	Novigrad Istarski	€ 65	€ 150	€ 200	€ 65
Kamp Polari*	Rovinj	€ 40	€ 80	€ 120	€ 40
BI Village	Fažana	€ 100	€ 150	€ 200	€ 100
Kamp Čikat	Lošinj	€ 100	€ 150	€ 180	€ 100
Kamp Jadran	Selce	€ 100	€ 150	€ 220	€ 100
Kamp Amadria Park	Trogir	€ 50	€ 130	€ 200	€ 50
Kamp Terme Tuheļ	Tuheļ	€ 100	€ 120	€ 150	€ 100
<b>Prosjeak</b>		<b>€ 86</b>	<b>€ 151</b>	<b>€ 215</b>	<b>€ 86</b>

\*Najam parcel

- Prosječna cijena dnevnog najma mobilnih kućica iznosi oko 120 EUR u periodu predsezone i postsezone, oko 240 EUR u periodu sezone te 330 EUR u periodu visoke sezone. Prosječna cijena dnevnog najma šatora iznosi oko 86 EUR u periodu predsezone i postsezone, oko 150 EUR u periodu sezone te 215 EUR u periodu visoke sezone.

# PRETPOSTAVKE POSLOVANJA (2/6)

Ključno područje	Opis			
Projekcije prihoda	Popunjenost kapaciteta			
Period	Period	Raspoloživost (dani)	Popunjenost	Popunjenost (dani)
Predsezona	15.04. - 31.05.	47	60,0%	28
Sezona	01.06. - 14.07.	44	80,0%	35
Visoka sezona	15.07. - 15.08.	31	90,0%	28
Postsezona	16.08. - 30.09.	45	60,0%	27
<b>Ukupno</b>		<b>167</b>		<b>118</b>

## Godišnji prihod od najma smještajnih jedinica

Sukladno navedenim pretpostavkama izračunat je godišnji prihod od najma 204 mobilne kućice i 211 šatora:

Kamp	Lokacija	Smještajne jedinice		Prihod od najma		Ukupno
		Mobilne kućice	Šatori	Mobilne kućice	Šatori	
Plava laguna	Poreč / Umag	116	33	€ 3.275.840	€ 976.371	€ 4.252.211
Aminess Maravea Resort	Novigrad Istarski	-	30	€ 0	€ 433.440	€ 433.440
Lanterna premium camping resort	Poreč	2	-	€ 58.096	€ 0	€ 58.096
Kamp Polari	Rovinj	-	28	€ 0	€ 234.416	€ 234.416
BI Village	Fažana	45	20	€ 928.755	€ 327.600	€ 1.256.355
Kamp Čikat	Lošinj	-	28	€ 0	€ 443.016	€ 443.016
Kamp Jadran	Selce	-	24	€ 0	€ 406.512	€ 406.512
Kamp Amadria Park	Trogir	41	30	€ 699.911	€ 387.480	€ 1.087.391
Kamp Terme Tuhelj	Tuhelj	-	18	€ 0	€ 250.722	€ 250.722
<b>Ukupno</b>		<b>204</b>	<b>211</b>	<b>€ 4.962.602</b>	<b>€ 3.459.557</b>	<b>€ 8.422.159</b>
Očekivano niža cijena u odnosu na usporedivi smještaj				-20,0%	-20,0%	-20,0%
<b>Ukupno planirani prihod</b>				<b>€ 3.970.082</b>	<b>€ 2.767.646</b>	<b>€ 6.737.727</b>
Godišnji prihod po smještajnoj jedinici				€ 19.461	€ 13.117	€ 16.235

Pretpostavljeno je oglašavanje uz 20% nižu cijenu u odnosu na usporedive smještajne jedinice u kampovima s obzirom na trenutno fizičko stanje i razinu održavanosti smještajnih jedinica, kako je navedeno u nalazu vještaka. Predviđeni preostali korisni vijek smještajnih jedinica iznosi oko 6 godina sukladno čemu je racionalno očekivati potrebu za nižom cijenom od konkurenata s ciljem ostvarenja planirane razine popunjenosti.

# PRETPOSTAVKE POSLOVANJA (3/6)

Ključno područje	Opis										
<b>Projekcije poslovnih rashoda</b>	Pod operativne troškove poslovanja spadaju troškovi gospodarenja potrebni da bi se poslovni procesi mogli odvijati u uobičajenim okolnostima. Ključne pretpostavke planiranih operativnih troškova navedene su kako slijedi:										
	<b>Materijalni troškovi</b> <ul style="list-style-type: none"><li>Uključuju troškove materijala i opreme za čišćenje. Predviđen je trošak čišćenja apartmana u iznosu od 20 EUR po dolasku.</li></ul>										
	<table><thead><tr><th>Kategorija</th><th>Godišnji trošak</th></tr></thead><tbody><tr><td>Materijal čišćenja po dolasku</td><td>€ 20</td></tr><tr><td>Popunjenost (dani)</td><td>118,3</td></tr><tr><td>Broj jedinica</td><td>415,0</td></tr><tr><td><b>Materijalni troškovi</b></td><td><b>€ 981.890</b></td></tr></tbody></table>	Kategorija	Godišnji trošak	Materijal čišćenja po dolasku	€ 20	Popunjenost (dani)	118,3	Broj jedinica	415,0	<b>Materijalni troškovi</b>	<b>€ 981.890</b>
Kategorija	Godišnji trošak										
Materijal čišćenja po dolasku	€ 20										
Popunjenost (dani)	118,3										
Broj jedinica	415,0										
<b>Materijalni troškovi</b>	<b>€ 981.890</b>										
	<b>Troškovi zakupnina</b> <ul style="list-style-type: none"><li>Troškovi zakupnina odnose se na troškove zakupa zemljišta, poslovnog prostora i skladišta te su procijenjeni u iznosu od 2.902.626 EUR na razini ostvarenja tijekom 2023. godine .</li></ul>										
	<b>Troškovi prodaje</b> <ul style="list-style-type: none"><li>Troškovi prodaje podrazumijevaju provizije prodajnim partnerima i pretpostavljeni su na razini 15% prihoda od prodaje putem online servisa (Booking, Airbnb) . Predviđeno je 50% ostvarenih noćenja putem online partnera, te 50% putem direktnih rezervacija (bez provizije).</li></ul>										
	<table><thead><tr><th>Kategorija</th><th>Godišnji trošak</th></tr></thead><tbody><tr><td>Provizija (% prihoda)</td><td>15,0%</td></tr><tr><td>Popunjenost putem online platformi</td><td>50,0%</td></tr><tr><td>Godišnji prihod</td><td>€ 6.737.727</td></tr><tr><td><b>Troškovi prodaje</b></td><td><b>€ 505.330</b></td></tr></tbody></table>	Kategorija	Godišnji trošak	Provizija (% prihoda)	15,0%	Popunjenost putem online platformi	50,0%	Godišnji prihod	€ 6.737.727	<b>Troškovi prodaje</b>	<b>€ 505.330</b>
Kategorija	Godišnji trošak										
Provizija (% prihoda)	15,0%										
Popunjenost putem online platformi	50,0%										
Godišnji prihod	€ 6.737.727										
<b>Troškovi prodaje</b>	<b>€ 505.330</b>										

# PRETPOSTAVKE POSLOVANJA (4/6)

Ključno područje	Opis														
Projekcije poslovnih rashoda	<b>Troškovi osoblja</b> <ul style="list-style-type: none"><li>Planirano je upravljanje smještajnim jedinicama kroz zapošljavanje 40 djelatnika tijekom sezone. Bruto plaća djelatnika planirana je u iznosu od 2.000 EUR mjesečno</li></ul>														
	<table><thead><tr><th>Kategorija</th><th>Godišnji trošak</th></tr></thead><tbody><tr><td>Broj zaposlenih</td><td>40,0</td></tr><tr><td>Broj radnih mjeseci</td><td>6,0</td></tr><tr><td>Mjesečna bruto plaća</td><td>€ 2.000</td></tr><tr><td><b>Troškovi osoblja</b></td><td><b>€ 480.000</b></td></tr></tbody></table>	Kategorija	Godišnji trošak	Broj zaposlenih	40,0	Broj radnih mjeseci	6,0	Mjesečna bruto plaća	€ 2.000	<b>Troškovi osoblja</b>	<b>€ 480.000</b>				
Kategorija	Godišnji trošak														
Broj zaposlenih	40,0														
Broj radnih mjeseci	6,0														
Mjesečna bruto plaća	€ 2.000														
<b>Troškovi osoblja</b>	<b>€ 480.000</b>														
	<b>Ostali troškovi</b> <ul style="list-style-type: none"><li>Ostali, nepredviđeni i izvanredni troškovi, planirani su u iznosu od 5% godišnjeg prihoda.</li></ul>														
	<table><thead><tr><th>Kategorija</th><th>Godišnji trošak</th></tr></thead><tbody><tr><td>Ostali troškovi poslovanja (% prihoda)</td><td>5,0%</td></tr><tr><td>Ukupan prihod</td><td>€ 6.737.727</td></tr><tr><td><b>Ostali troškovi</b></td><td><b>€ 336.886</b></td></tr></tbody></table>	Kategorija	Godišnji trošak	Ostali troškovi poslovanja (% prihoda)	5,0%	Ukupan prihod	€ 6.737.727	<b>Ostali troškovi</b>	<b>€ 336.886</b>						
Kategorija	Godišnji trošak														
Ostali troškovi poslovanja (% prihoda)	5,0%														
Ukupan prihod	€ 6.737.727														
<b>Ostali troškovi</b>	<b>€ 336.886</b>														
	<b>Trošak amortizacije</b> <ul style="list-style-type: none"><li>Trošak amortizacije indikativno je procijenjen je za potrebe izračuna vrijednosti kako slijedi:</li></ul>														
	<table><thead><tr><th>Kategorija</th><th>Iznos</th><th></th></tr></thead><tbody><tr><td>Ukupna trenutna tržišna vrijednost mobilnih kućica</td><td>€ 1.903.632</td><td rowspan="5">Sukladno nalazu vještaka pretpostavljena je prosječna trenutna starost smještajnih jedinica oko 9 godina, a korisni vijek upotrebe je 15 godina, čime je procijenjen preostali vijek upotrebe od 6 godina. Sukladno tome, indikativni trošak amortizacije izračunat je primjenom linearne metode otpisa uz stopu od 16,7% godišnje uz osnovicu ukupne trenutne tržišne vrijednosti smještajnih jedinica (procijenjene temeljem elaborata vještaka).</td></tr><tr><td>Ukupna trenutna tržišna vrijednost šatora</td><td>€ 297.165</td></tr><tr><td>Preostali korisni vijek upotrebe (u godinama)</td><td>6,0</td></tr><tr><td>Godišnja stopa amortizacije</td><td>16,7%</td></tr><tr><td><b>Godišnji trošak amortizacije</b></td><td><b>€ 366.800</b></td></tr></tbody></table>	Kategorija	Iznos		Ukupna trenutna tržišna vrijednost mobilnih kućica	€ 1.903.632	Sukladno nalazu vještaka pretpostavljena je prosječna trenutna starost smještajnih jedinica oko 9 godina, a korisni vijek upotrebe je 15 godina, čime je procijenjen preostali vijek upotrebe od 6 godina. Sukladno tome, indikativni trošak amortizacije izračunat je primjenom linearne metode otpisa uz stopu od 16,7% godišnje uz osnovicu ukupne trenutne tržišne vrijednosti smještajnih jedinica (procijenjene temeljem elaborata vještaka).	Ukupna trenutna tržišna vrijednost šatora	€ 297.165	Preostali korisni vijek upotrebe (u godinama)	6,0	Godišnja stopa amortizacije	16,7%	<b>Godišnji trošak amortizacije</b>	<b>€ 366.800</b>
Kategorija	Iznos														
Ukupna trenutna tržišna vrijednost mobilnih kućica	€ 1.903.632	Sukladno nalazu vještaka pretpostavljena je prosječna trenutna starost smještajnih jedinica oko 9 godina, a korisni vijek upotrebe je 15 godina, čime je procijenjen preostali vijek upotrebe od 6 godina. Sukladno tome, indikativni trošak amortizacije izračunat je primjenom linearne metode otpisa uz stopu od 16,7% godišnje uz osnovicu ukupne trenutne tržišne vrijednosti smještajnih jedinica (procijenjene temeljem elaborata vještaka).													
Ukupna trenutna tržišna vrijednost šatora	€ 297.165														
Preostali korisni vijek upotrebe (u godinama)	6,0														
Godišnja stopa amortizacije	16,7%														
<b>Godišnji trošak amortizacije</b>	<b>€ 366.800</b>														

# PROJEKCIJE POSLOVANJA

## Projekcije poslovanja

EUR	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Godišnji prihod od najma mobilnih kućica	3.970.082	4.069.334	4.171.067	4.275.344	4.382.227	4.491.783
Godišnji prihod od najma šatora	2.767.646	2.836.837	2.907.758	2.980.452	3.054.963	3.131.337
<b>Poslovni prihodi</b>	<b>6.737.727</b>	<b>6.906.170</b>	<b>7.078.825</b>	<b>7.255.795</b>	<b>7.437.190</b>	<b>7.623.120</b>
Materijalni troškovi	(981.890)	(1.006.437)	(1.031.598)	(1.057.388)	(1.083.823)	(1.110.918)
Troškovi zakupnina	(2.902.626)	(2.902.626)	(2.902.626)	(2.902.626)	(2.902.626)	(2.902.626)
Troškovi bookinga	(505.330)	(517.963)	(530.912)	(544.185)	(557.789)	(571.734)
Troškovi osoblja	(480.000)	(492.000)	(504.300)	(516.908)	(529.830)	(543.076)
Ostali troškovi	(336.886)	(345.309)	(353.941)	(362.790)	(371.860)	(381.156)
<b>Poslovni rashodi</b>	<b>(5.206.732)</b>	<b>(5.264.335)</b>	<b>(5.323.378)</b>	<b>(5.383.896)</b>	<b>(5.445.928)</b>	<b>(5.509.511)</b>
<b>EBITDA</b>	<b>1.530.995</b>	<b>1.641.835</b>	<b>1.755.447</b>	<b>1.871.899</b>	<b>1.991.262</b>	<b>2.113.609</b>
<i>EBITDA %</i>	<i>22,7%</i>	<i>23,8%</i>	<i>24,8%</i>	<i>25,8%</i>	<i>26,8%</i>	<i>27,7%</i>
Amortizacija	(366.800)	(366.800)	(366.800)	(366.800)	(366.800)	(366.800)
<b>EBT</b>	<b>1.164.195</b>	<b>1.275.036</b>	<b>1.388.647</b>	<b>1.505.099</b>	<b>1.624.462</b>	<b>1.746.810</b>
<b>Porez na dobit (18%)</b>	<b>(209.555)</b>	<b>(229.506)</b>	<b>(249.957)</b>	<b>(270.918)</b>	<b>(292.403)</b>	<b>(314.426)</b>
<b>Neto dobit/(gubitak) razdoblja</b>	<b>954.640</b>	<b>1.045.529</b>	<b>1.138.691</b>	<b>1.234.181</b>	<b>1.332.059</b>	<b>1.432.384</b>

### Ključne pretpostavke

- Projekcije prihoda u nastavku razdoblja planirane su uz godišnju stopu rasta od 2,5% sukladno dugoročno ciljanoj i očekivanoj stopi inflacije monetarnih institucija.
- Materijalni troškovi, troškovi osoblja i ostali troškovi također su planirani uz godišnji rast od 2,5%.
- Troškovi zakupnina planirani su u fiksnom (nepromijenjenom) iznosu.
- Troškovi bookinga planirani su temeljem udjela u odnosu na prihode s obzirom na varijabilnu prirodu.

# IZRAČUN VRIJEDNOSTI PRIMJENOM DCF METODE

Na temelju činjenica i pretpostavki primjenom DCF metode, procjenjujemo da je fer vrijednost smještajnih jedinica Društva temeljeno na njejoj uporabi jednaka 4,7 milijuna EUR.

Projekcije poslovanja pripremljene su za šestogodišnji period koliko iznosi očekivani preostali korisni vijek uporabe imovine.

NOPAT predstavlja neto operativnu dobit prije amortizacije i kamata, umanjenu za prilagođeni porez. Prilagođeni izračunat je primjenom stope poreza na dobit od 18%.

Ulaganje u radni kapital nije predviđeno te se očekuje mogućnost financiranja poslovanja iz obrtnih sredstava s obzirom na prirodu poslovanja u djelatnosti najma.

CAPEX je planiran na razini godišnjeg troška amortizacije u vidu održavanja uporabnog stanja imovine.

Kumulativna sadašnja vrijednost izračunata je kao sadašnja vrijednost budućih novčanih tijekova od korištenja imovine do kraja njenog korisnog vijeka upotrebe, bez njene rezidualne vrijednosti.

Osjetljivost vrijednosti kapitala testirana je istovremenim povećanjem/ smanjenjem središnje vrijednosti WACC i stope rasta prihoda za 50/100 pp.

## DCF metoda (Vacansoleil)

Pretpostavke	Komentar					
WACC	10,73% WACC izračunat prema usklađenom CAPM modelu					
EUR	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Poslovni prihod	6.737.727	6.906.170	7.078.825	7.255.795	7.437.190	7.623.120
Stopa rasta	N/A	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
<b>EBITDA</b>	<b>1.530.995</b>	<b>1.641.835</b>	<b>1.755.447</b>	<b>1.871.899</b>	<b>1.991.262</b>	<b>2.113.609</b>
EBITDA margu	22,7%	23,8%	24,8%	25,8%	26,8%	27,7%
Amortizacija	(366.800)	(366.800)	(366.800)	(366.800)	(366.800)	(366.800)
EBIT	1.164.195	1.275.036	1.388.647	1.505.099	1.624.462	1.746.810
Prilagođeni porez	(209.555)	(229.506)	(249.957)	(270.918)	(292.403)	(314.426)
<b>NOPAT</b>	<b>954.640</b>	<b>1.045.529</b>	<b>1.138.691</b>	<b>1.234.181</b>	<b>1.332.059</b>	<b>1.432.384</b>
Plus: Amortizacija	366.800	366.800	366.800	366.800	366.800	366.800
Plus: Promjene u radnom kapitalu	-	-	-	-	-	-
Manje: CAPEX	(366.800)	(366.800)	(366.800)	(366.800)	(366.800)	(366.800)
<b>Planirani FCFF</b>	<b>954.640</b>	<b>1.045.529</b>	<b>1.138.691</b>	<b>1.234.181</b>	<b>1.332.059</b>	<b>1.432.384</b>
Period diskontiranja	<b>Godišnje</b>	1,50	2,50	3,50	4,50	5,50
Faktor sadašnje vrijednosti	0,86	0,78	0,70	0,63	0,57	0,52
<b>Sadašnja vrijednost novčanih tijekova</b>	<b>819.310</b>	<b>810.372</b>	<b>797.064</b>	<b>780.199</b>	<b>760.482</b>	<b>738.523</b>
Kumulativna sadašnja vrijednost (2025-2030)	4.705.951					
<b>Vrijednost imovine u upotrebi</b>	<b>4.705.951</b>					

Vrijednost imovine u upotrebi (zaokruženo)

**4.700.000**

## ANALIZA OSJETLJIVOSTI - VRIJEDNOST KAPITALA

WACC	Stopa rasta prihoda				
	0,50%	1,50%	2,50%	3,50%	4,50%
11,73%	3.900.000	4.200.000	4.500.000	4.900.000	5.200.000
11,23%	4.000.000	4.300.000	4.600.000	5.000.000	5.300.000
10,73%	4.000.000	4.400.000	<b>4.700.000</b>	5.100.000	5.400.000
10,23%	4.100.000	4.400.000	4.800.000	5.100.000	5.500.000
9,73%	4.200.000	4.500.000	4.900.000	5.200.000	5.600.000

# IZRAČUN VRIJEDNOSTI PO POJEDINOM KAMPU

Smještajne jedinice u kampu Plava Laguna generiraju oko 50% ukupne procijenjene vrijednosti imovine Društva.

Ključno područje	Opis																						
<b>Vrijednost po kampu</b>	U sljedećoj tablici prikazan je ilustrativni prikaz vrijednosti po pojedinom kampu, pripremljen temeljem udjela prihoda od najma pojedinog kampa u ukupnim planiranim prihodima od najma:  <b>Vrijednost po kampu (Vacansoleil)</b>																						
	<table><thead><tr><th>Kamp</th><th>Vrijednost poslovanja</th></tr></thead><tbody><tr><td>Plava laguna</td><td>€ 2.372.954</td></tr><tr><td>Aminess Maravea Resort</td><td>€ 241.882</td></tr><tr><td>Lanterna premium camping resort</td><td>€ 32.421</td></tr><tr><td>Kamp Polari</td><td>€ 130.816</td></tr><tr><td>BI Village</td><td>€ 701.111</td></tr><tr><td>Kamp Čikat</td><td>€ 247.226</td></tr><tr><td>Kamp Jadran</td><td>€ 226.855</td></tr><tr><td>Kamp Amadria Park</td><td>€ 606.820</td></tr><tr><td>Kamp Terme Tuhelj</td><td>€ 139.916</td></tr><tr><td><b>Ukupno</b></td><td><b>€ 4.700.000</b></td></tr></tbody></table>	Kamp	Vrijednost poslovanja	Plava laguna	€ 2.372.954	Aminess Maravea Resort	€ 241.882	Lanterna premium camping resort	€ 32.421	Kamp Polari	€ 130.816	BI Village	€ 701.111	Kamp Čikat	€ 247.226	Kamp Jadran	€ 226.855	Kamp Amadria Park	€ 606.820	Kamp Terme Tuhelj	€ 139.916	<b>Ukupno</b>	<b>€ 4.700.000</b>
Kamp	Vrijednost poslovanja																						
Plava laguna	€ 2.372.954																						
Aminess Maravea Resort	€ 241.882																						
Lanterna premium camping resort	€ 32.421																						
Kamp Polari	€ 130.816																						
BI Village	€ 701.111																						
Kamp Čikat	€ 247.226																						
Kamp Jadran	€ 226.855																						
Kamp Amadria Park	€ 606.820																						
Kamp Terme Tuhelj	€ 139.916																						
<b>Ukupno</b>	<b>€ 4.700.000</b>																						

Izračun je pripremljen u ilustrativne svrhe.

# DISKONTNA STOPA

Prosječni ponderirani trošak kapitala (WACC) procijenjen je na 10,73% temeljem prilagođenog CAPM modela.

## WACC izračun (Vacansoleil)

Izračun bez-rizične stope	Komentar/ izvor
<b>Trošak kapitala</b>	
Bez-rizična stopa <sup>(1)</sup>	3,47% Referentni prinos do dospijeća na domaće obveznice umanjen za premiju rizika zemlje
Premija domaćeg tržišta kapitala (ERP) <sup>(2)</sup>	4,64% Dugoročni prosječni prinos koji bi trebali zahtjevati investitori na domaćem tržištu kapitala
Beta faktor <sup>(3)</sup>	1,22 Beta faktor prilagođen strukturi financiranja i efektivnoj poreznoj stopi Društva
Specifična premija <sup>(4)</sup>	4,03% Model izračuna specifične premije
<b>Trošak kapitala</b>	<b>13,15%</b>
<b>Trošak duga</b>	
Trošak duga (prije poreza) <sup>(5)</sup>	4,68% Prosječna kamatna stopa na kredite nefinancijskim trgovačkim društvima (do 0,25m EUR)
Stopa poreza na dobit	18,00% Zakonska stopa poreza na dobit u RH
<b>Trošak duga (nakon poreza)</b>	<b>3,84%</b>
<b>Struktura financiranja <sup>(6)</sup></b>	
E/(D+E)	74,0% Prosječni udio vlasničke glavnice u strukturi financiranja prema industrijskoj normi
D/(D+E)	26,0% Prosječni udio duga u strukturi financiranja prema industrijskoj normi
<b>WACC</b>	<b>10,73%</b>

(1) Izračun Savjetnika

(2) Izračun Savjetnika

(3) Damodaran, analiza Savjetnika

(4) Model izračuna specifične premije, analiza Savjetnik

(5) HNB, prosjek kamatnih stopa (01/2023 - 05/2024)

(6) Damodaran, Informacije Društva



DIO 7

# DODATAK

## DODATNE INFORMACIJE

PODRUČJE	STR.
Dodatak I: Izvori informacija	46
Dodatak II: Izračun diskontne stope	47

---

# DODATAK I: IZVORI INFORMACIJA

---

## Izvori informacija

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

- Financijski izvještaji Društva za razdoblje 2023. godine (do otvaranja stečaja)
- Bruto bilanca Društva za razdoblje 2023. godine (do otvaranja stečaja)

Također smo koristili informacije iz sljedećih baza podataka:

- Informacije iz baze podataka Merger Market, Refinitiv i Bloomberg
- Informacije dostupne na stranici Damodaran Online ([www.stern.nyu.edu/](http://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 održali smo nekoliko sastanaka s predstavnicima Društva, te smo između ostaloga:

- Raspravili s Društvom ključne činjenice o financijskom stanju i poslovanju, budućim izgledima i predviđenim poslovima i poslovanju Društva;
- 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 dospeljeća na domaće obveznice umanjen za premiju rizika zemlje. Izračuna je prikazan u sljedećoj tablici:

## Trošak kapitala (Cost of Equity) – nastavak

Izračun bez-rizične stope	
<b>A. Izračun referentnog prinosa do dospeljeća</b>	
Kupovna kotacija <sup>(1)</sup>	69,29
Prodajna kotacija <sup>(1)</sup>	70,07
Mid kotacija <sup>(2)</sup>	69,68
Kamata <sup>(3)</sup>	1,25%
Period isplate <sup>(3)</sup>	polugodišnje
Nominala <sup>(3)</sup>	100
Dan namire (Datum procjene)	30.06.2024
Dospeljeće <sup>(3)</sup>	03.03.2040
<b>Prinos do dospeljeća</b>	<b>3,84%</b>
<b>B. Izračun rizika zemlje</b>	
CDS 5Y CRO <sup>(4)</sup>	85,23
CDS 5Y US <sup>(5)</sup>	47,55
<b>Rizik zemlje</b>	<b>0,38%</b>
<b>Bez-rizična stopa (A-B)</b>	<b>3,47%</b>

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

(2) Izračun Savjetnika

(3) Prospek: obveznice HRRHMF0403E, ZSE

(4) RBA ekonomski indikatori

(5) Investing.com; United States CDS 5 Years

- **$\beta$  (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 <sup>(1)</sup>	1,20
D/E omjer <sup>(2)</sup>	35,17%
Marginalna porezna stopa <sup>(3)</sup>	24,71%
<b>Beta bez poluge (beta imovine)</b>	<b>0,95</b>
D/E, ciljano <sup>(4)</sup>	35,17%
Zakonska porezna stopa <sup>(5)</sup>	18,00%
<b>Beta s polugom (beta glavnice)</b>	<b>1,22</b>

(1) Hotel/Gaming, zapadna Europa, Damodaran, Siječanj 2024.

(2) Hotel/Gaming, zapadna Europa, Damodaran, Siječanj 2024.

(3) Hotel/Gaming, zapadna Europa, Damodaran, Siječanj 2024.

(4) Struktura financiranja prema industrijskoj normi

(5) Zakonska stopa poreza na dobit u RH (prihodi do 1m EUR)

### 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	
<b>A. Premija razvijenog tržišta kapitala (ERP) <sup>(1)</sup></b>	<b>4,11%</b>
Rizik zemlje <sup>(2)</sup>	0,38%
Relativna volatilnost tržišta dionica u odnosu na obvezničko <sup>(3)</sup>	1,41
<b>B.. Rizik domaćeg tržišta kapitala</b>	<b>0,53%</b>
<b>Premija domaćeg tržišta kapitala, ERP (A+B)</b>	<b>4,64%</b>

(1) Aswath Damodaran, pages.stern.nyu.edu, srpanj 2024.

(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 premija za veličinu tvrtke u visini 4,03% prema modelu izračuna specifične premije, prikazanom kako slijedi:

Faktori	Razina	Vrijednost
<b>Opći faktori</b>		<b>3,58%</b>
Veličina poduzeća	Mikro	3,58%
Pozicioniranje na tržištu	Srednje	0,00%
<b>Tržišni faktori</b>		<b>0,55%</b>
Veličina tržišta	Srednje	0,00%
Rast tržišta	Srednje	0,00%
Tržišni udio	Srednje	0,00%
Konkurencija	Veliko	0,25%
Izloženost poslovnom ciklusu	Veliko	0,15%
Izloženost političkim i pravnim čimbenicima	Veliko	0,15%
<b>Upravljački faktori</b>		<b>0,00%</b>
Kvaliteta upravljanja	Srednje	0,00%
Oslanjanje na ključne osobe	Srednje	0,00%
<b>Prodajni faktori</b>		<b>0,00%</b>
Oslanjanje na ključne kupce	Srednje	0,00%
Oslanjanje na distribucijske partnere	Srednje	0,00%
Lojalnost kupaca	Srednje	0,00%
<b>Faktori nabave</b>		<b>0,00%</b>
Rizik troškova inputa	Srednje	0,00%
Oslanjanje na ključne dobavljače	Srednje	0,00%
<b>Faktori proizvoda</b>		<b>0,00%</b>
Kvaliteta proizvoda	Srednje	0,00%
Inovativnost	Srednje inovativno	0,00%
IP zaštita	Srednje	0,00%
Rizik od tehnološkog poremećaja	Srednje	0,00%
<b>Financijski faktori</b>		<b>-0,10%</b>
Kapitalni intenzitet	Srednje	0,00%
Valutni rizik	Malo	-0,10%

SPECIFIČNA PREMIJA

4,03%

## 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 4,68% (kreditni do 250 tisuća EUR, referentno razdoblje od siječnja 2023. do svibnja 2024.).
- Kao rezultat, trošak duga je procijenjen na razini od 3,84% (nakon odbitka poreza po stopi od 18%).

## 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 Hotel & Gaming, a koja iznosi 35,17% prema javno dostupnim podacima prof. Aswatha Damodarana (NYU Pages), zadnji put ažurirani u siječnju 2023.

**DODATNE INFORMACIJE:**

**Mato Marčinković**

Direktor & Partner

M: +385 99 4821 108

E: [mato.marčinkovic@m-p.hr](mailto:mato.marčinkovic@m-p.hr)

**Marčinković i partneri d.o.o.**

Ulica grad Vukovara 269g,

Green Gold centar, Toranj V2

10000 Zagreb

Hrvatska

[www.m-p.hr](http://www.m-p.hr)