

Posl.br.7 R1-17/2020

REPUBLIKA HRVATSKA

TRGOVAČKI SUD U DUBROVNIKU

PREDLAGATELJ: PND Strategija d.o.o., Zagreb

Posl.br. 7 R1-17/2020

Sudac: Diana Butigan Granić

IZVJEŠĆE SUDSKOG VJEŠTAKA

O

PRIMJERENOJ OTPREMNINI

**KOJA ĆE SE PLATITI MANJINSKIM DIONIČARIMA
ZA**

**PRIJENOS DIONICA MANJINSKIH DIONIČARA
DRUŠTVA**

HOTELI MAESTRAL D.D.

Romano Dedović, ovlašteni sudski vještak za računovodstvo i financije
KOFIDENCA D.O.O., Vukovarska 9, 20000 DUBROVNIK
Dubrovnik; 20.09.2020 g.



SADRŽAJ:

Općenito	3
I. Nalaz i mišljenje	6
II. Podloga i metoda izračuna	17
III. Metode procijene vrijednosti društva	24
IV. Fer vrijednost	30
V. Zaključak	31

Romano Dedović. dipl.oec.

Stalni sudski vještak za računovodstvo i financije

Marka Marojice 31

20000 DUBROVNIK

REPUBLIKA HRVATSKA
TRGOVAČKI SUD U DUBROVNIKU
SUDAC
Gđa.. Diana Butigan Granić

DUBROVNIK; 20.09.2020 g.

Na temelju Vašeg Rješenja Posl. Br. 7 R1-17/2020 obavio sam vještačenje u pravnoj stvari Predlagatelja PND Strategija iz Zagreba (u daljnjem tekstu predlagatelj), radi ispitivanja primjerenosti otpremnine u novcu.

Za vještačenje sam koristio dokumente i isprave koje sam naknadno zatražio od predlagatelja i to:

- izvješće o procijeni o uvjetima prijenosa dionica manjinskih dioničara u društvu s datumom 30. lipnja 2020. godine, s obrazloženjem primjerenosti otpremnine koju mora isplatiti u novcu
- Zakon o trgovačkim društvima;
- Računa dobiti i gubitka za financijsku godinu zaključeno s 31. prosincem 2019. te Bilanca na 31. prosinac 2019. godine i bruto bilanca na dan 30. lipnja 2020. godine,;
- Revizorska izvješća za godinu koje su završile na 31. prosinac 2019.;
- Financijski izvještaji usporedivih društava dostupnih na Zagrebačkoj burzi za kvartale koji su završili na 30. lipnja 2020. za MAISTRA d.d., VALAMAR RIVIERA D.D., ARENA HOSPITALITY GROUP D.D., PLAVA LAGUNA d.d., TURISTHOTEL d.d., SUNCEHOTELI D.D.;
- Podaci o trgovanju i statistike dostupne na internetskim stranicama Zagrebačke burze;
- Podaci sa internetske stranice, <https://www.mojedionice.com/>

- Različite informacije iz baze podataka Bloomberg;
- Različite informacije s internetske stranice
- Različite informacije s internetskih stranica Aswath Damodaran;
- Različite informacije s internetskih stranica Hrvatske narodne banke (nadalje HNB”);
- Različite informacije iz predviđanja Economist Intelligence Unit za Hrvatsku;
- Različite informacije s internetskih stranica Europske centralne banke;
- Različite informacije s internetskih stranica Yahoo Finance.
- Verificirali matematičke točnosti izračuna vezanih za procjenu vrijednosti koji se nalaze u Izvješću Glavnog Dioničara;
- Napravili nezavisnu analizu cijena dionica i financijskih pokazatelja usporednih društva koristeći bazu Fininfo.hr;
- Pregledali povijesno kretanje vrijednosti dionica i količinskog prometa dionicama Društva na Zagrebačkoj burzi;

1.14. Izvješće o procjeni, na temelju kojih je Glavni Dioničar donio odluku o iznosu otpremnine manjinskim dioničarima Društva, Vještaku je dostavio Glavni Dioničar, Glavni Dioničar je odgovoran za vjerodostojnost podataka na temelju kojih je izvršena procjena vrijednosti Po jednoj (1) redovnoj, u cijelosti otplaćenju, bez tereta, dionici Društva,

Na temelju gore navedenih izvora dokumenata utvrdio sam primjerenost otpremnine u novcu, a u svrhu isplate manjinskih dioničara Hoteli Maestral.

1. Zadatak vještaka je pregledati dokumentaciju koju će mi predložiti predlagatelj

2. Na temelju prethodnog treba se izjasnit u vještačenju o:

- Primjerenosti otpremnine u novcu koju treba isplatiti manjinskim dioničarima Hoteli Maestral d.d. iz Dubrovnika,
- Zaključiti izjavom o tome jeli otpremnina primjereno odmjerena,
- Kojom je metodom određena otpremnina,
- Iz kojeg razloga je primijenjena ta metoda primjerena,

- Ako je primjereno više metoda do koje bi se otpremnine došlo primjenom pojedine metode,
- Te koji je značaj dan pojedinim metodama za utvrđivanje predložene otpremnine,
- Te posebne poteškoće koje su se javile prilikom procjene vrijednosti društva.

I NALAZ I MIŠLJENJE

Osnovne tehnike vrjednovanja društava.

1.1.UVOD

Kao i svaka druga roba, i društvo je predmet trgovanja, pa je pri kupoprodaji takve robe nužno utvrditi njegovu cijenu. Stoga postojanje tržišta društava neizbježno nameće i potrebu procjene vrijednosti društva u slučaju kupoprodaje. Međutim, razlog procjene ne mora biti jedino i isključivo kupoprodaja društva, već i potreba za utvrđivanjem realnog temelja za niz drugih poslovnih transakcija.

Prema tome, procjene se mogu obavljati za donošenje odluka o:

- kupnji i prodaji cijelog društva
- kupnji i prodaji dijelova društva
- prijenos dionica uz plaćanje otpremnine (squeeze out)
- spajanju društva
- podjeli naslijeđenih poslovnih udjela
- ulaganju u društva
- odobravanju kredita uz hipoteku na imovinu
- pretvaranju potraživanja vjerovnika u udio u kapitalu društva
- visini zakupa
- uspješnosti rada posloводства, kao i u drugim slučajevima.

Pravni okvir ove problematiku polazi od odluke o vrjednovanjima Trgovačkih društava kroz ZTD, a pozivajući se na metode procjene i osobe koje to mogu raditi, te se slobodno u skladu sa znanstvenim i drugim spoznajama, procjenjuje vrijednost društva. Obično to rade konzultanti, revizori i sudski vještaci kao osobe upućene u tu problematiku.

U konkretnom slučaju Squeeze out je postupak istiskivanja manjinskih dioničara, najčešće praćen preoblikovanjem dioničkog društva u društvo s ograničenom odgovornošću (d.o.o.) i napuštanjem burze. U pravnim spisima je poznat pod pojmom “prijenos dionica manjinskih dioničara”, odnosno “prijenos dionica uz plaćanje otpremnine”.

Temeljem čl. 300. Zakona o trgovačkim društvima, squeeze out je moguć isključivo u slučaju kad većinski dioničar posjeduje dionice koje se odnose na najmanje 95% temeljnog kapitala. U tom slučaju manjinski dioničari ne mogu

odlučivati hoće li prihvatiti odluku većinskog dioničara, već će njihove dionice automatizmom biti pripisane na račun većinskog dioničara. Za razliku od većine članaka u Zakonu, ovaj ide na ruku većinskom vlasniku koji na ovaj način može preuzeti dionice malih dioničara bez njihovog dopuštenja, ali za uzvrat im treba isplatiti pravednu vrijednost dionica.

U ZTD-u je čl. 300.k Zakona o trgovačkim društvima regulirano;

Sudsko ispitivanje primjerenosti otpremnine

Članak 300.k

“(1) Odluka o prijenosu dionica ne može se pobijati tužbom zbog toga što iznos otpremnine koji je odredio glavni dioničar nije primjeren. Ako iznos otpremnine nije primjeren, odredit će ga na zahtjev manjinskog dioničara sud iz članka 40. ovoga Zakona. Isto vrijedi i ako glavni dioničar ne ponudi iznos otpremnine u novcu ili to ne učini onako kako bi to trebao učiniti, a tužba kojom se pobija donesena odluka nije podignuta ili se to ne učini u za to propisanom roku, ona bude povučena ili pravomoćno odbijena.”

Prijenos dionica uz plaćanje otpremnine

Članak 300.f

(1) Glavna skupština može na zahtjev dioničara koji ima dionice koje se odnose na najmanje 95 % temeljnog kapitala društva (glavnog dioničara) donijeti odluku na temelju koje mu se prenose dionice manjinskih dioničara uz plaćanje tim dioničarima primjerene otpremnine u novcu.

(2) Za utvrđenje ima li glavni dioničar dionice koje se odnose na najmanje 95 % temeljnog kapitala društva primjenjuje se odredba članka 474. stavka 2. i 4. ovoga Zakona.

Otpremnina u novcu

Članak 300.g

(1) Glavni dioničar određuje iznos otpremnine u novcu koji treba isplatiti manjinskim dioničarima i pritom mora uzeti u obzir prilike društva u vrijeme donošenja odluke glavne skupštine. Uprava društva mu mora pritom dati na uvid svu potrebnu dokumentaciju i pružiti potrebna obavještenja.

(2) Na iznos otpremnine obračunava se kamata u visini eskontne stope Hrvatske narodne banke uvećane za pet postotna poena za vrijeme od upisa odluke glavne

skupštine o prijenosu dionica u sudski registar pa do isplate manjinskim dioničarima. Time se ne isključuje odgovornost za eventualnu drugu štetu.

(3) Prije nego što uprava društva sazove glavnu skupštinu glavni dioničar joj je dužan predati izjavu banke kojom ona solidarno jamči da će glavni dioničar manjinskim dioničarima isplatiti otpremninu uvećanu za pripadajuće kamate bez odgađanja po upisu odluke glavne skupštine o prijenosu dionica u sudski registar.

U pravilu nakon obavljenog squeeze outa (neovisno da li je većinski vlasnik platio malim dioničarima otpremninu za njihove dionice) vlasnik preoblikuje d.d. u d.o.o. i time ga izlistava s burze.

1.2. METODE PROCJENE

Danas se primjenjuje mnogo metoda procjene vrijednosti društva, ali valja znati da svaka od njih nije primjerena svim slučajevima. To, drugim riječima, znači da je pri procjeni nemoguće tvrditi da je vrijednost društva iskazana stanovitom metodom uvijek i jedino ispravna, odnosno točna.

Metode procjene su raznovrsne, no svaka od njih polazi od dva moguća temelja:

1. imovine,
2. zarade.

Metode procjene vrijednosti temeljene na imovini procjenjuju društvo kao skup imovinskih oblika koje ono posjeduje, odnosno kao zbroj vrijednosti nekretnina, pokretne imovine, zaliha, novca, potraživanja i ostalih prava. Metode procjene temeljene na imovini su statičke metode koje nastoje knjigovodstveno iskazanu vrijednost imovine u bilanci, primarno usmjerenu ka prošlosti, prilagoditi sadašnjosti. Osnova procjene je, dakle, stanje imovine u određenom trenutku. Razumljivo, nakon procjene vrijednosti imovine uzimaju se u obzir obveze (dugovi) iz kojih je ta imovina financirana, za koje se pretpostavlja da su jednake knjigovodstvenim vrijednostima i ne zahtijevaju temeljitu procjenu poput imovine.

Osnovica metoda procjene temeljenih na zaradi je zarada (neto-dobitak ili čisti novčani tok) koju ostvaruje imovina tijekom svog fizičkog ili ekonomskog trajanja. Te metode zovemo dinamičkim metodama jer uzimaju u obzir i rizik ostvarivanja budućih zarada. Osnovica im je sposobnost imovine da stvara financijske viškove u budućnosti. Svrha procjene vrijednosti, osim što će poslužiti za određivanje realističnih očekivanja vrijednosti u mogućoj transakciji, jest i provjera planirane buduće poslovne strategije društva. U tom smislu, za vlasnike i upravu, procjena vrijednosti je i kritički osvrt na strateški i dugoročni plan razvoja društva.

1.3. PROCJENA VRIJEDNOSTI KNJIGOVODSTVENIM METODAMA

Ovo je tradicionalna metoda koja podrazumijeva da se u osnovi vrijednost društva nalazi u njegovoj bilanci. Pritom se ne uzima u obzir potencijalni budući razvoj društva, novčani tok ili ostali čimbenici, kao što su trenutačni stupanj razvoja industrije, potencijalne obveze proizašle iz sklopljenih ugovora, razvoj ljudskih potencijala ili organizacijski problemi, koji se zapravo ne mogu uočiti u samoj bilanci.

Najčešće metode koje se koriste su:

1.3.1. METODA KNJIGOVODSTVENE VRIJEDNOSTI

Prema toj metodi vrijednost društva je vrijednost kapitala vidljiva iz navedene pozicije u pasivi bilance. Također, ta je vrijednost razlika između ukupne imovine i ukupnih obveza društva, odnosno to je razlika između svega što je u vlasništvu društva (imovina, zalihe, prava, itd.) i svih njegovih obveza prema trećim stranama (dobavljači, zaposlenici, država, itd.). Nedostatci te metode su upravo u činjenici da je ona temeljena na knjigovodstvenim načelima koja se u konačnici razlikuju od tržišnih kriterija. Tu metodu procjene treba kombinirati s drugim metodama.

1.3.2. METODA PRILAGOĐENE KNJIGOVODSTVENE VRIJEDNOSTI

Da bi se izbjegli nedostatci metode čiste knjigovodstvene vrijednosti primjenjuje se metoda prilagođene knjigovodstvene vrijednosti tako da se pojedine pozicije iz bilance svedu na tržišnu vrijednost i tako odraze u sebi sve potencijalne nedostatke zbog primjene povijesne knjigovodstvene vrijednosti. No i tu se mogu očekivati velike razlike jer se u skladu s međunarodnim računovodstvenim standardima bilančne pozicije usklađuju na *fer* (poštenu) tržišnu vrijednost.

1.3.3. METODA LIKVIDACIJSKE VRIJEDNOSTI

Prema toj se metodi vrijednost društva utvrđuje prema kriterijima likvidacije društva, odnosno pod pretpostavkom da se sva imovina rasproda, a sve obveze isplate. Procijenjena vrijednost se dobije kada se od neto-ostatka odbiju poslovni likvidacijski troškovi (npr. otpremnine zaposlenicima, porezni troškovi i ostali likvidacijski troškovi). Naravno, uporaba te metode je vezana za slučaj da se društvo kupuje radi likvidacije u skoroj budućnosti. Međutim, tako utvrđena vrijednost društva predstavlja minimalnu vrijednost koja je, uz pretpostavku da društvo nastavi sa svojim aktivnostima na tržištu, veća od likvidacijske vrijednosti.

1.3.4. METODA STVARNE VRIJEDNOSTI

Metoda stvarne vrijednosti predstavlja vrijednost koja se mora uložiti u stvaranje (osnivanje) novog društva uz pretpostavku istih uvjeta koje ima društvo čija se vrijednost procjenjuje. Također može biti definirana kao zamjenska vrijednost imovine uz uvjet da društvo nastavi sa svojim aktivnostima na tržištu, tj. suprotno likvidacijskoj vrijednosti. Stvarna vrijednost ne uključuje imovinu koja se izravno ne koristi za poslovanje društva (nekorištena zemlja, udjeli u drugim poduzećima i sl.).

U praksi se mogu prepoznati dvije podvrste ove metode:

- bruto stvarna vrijednost: ukupna tržišna vrijednost imovine
- neto stvarna vrijednost: to je bruto stvarna vrijednost smanjena za obveze društva

1.4. PROCJENA VRIJEDNOSTI USPOREDBOM S ODGOVARAJUĆIM TRŽIŠNIM POKAZATELJIMA

Za razliku od procjene vrijednosti društva knjigovodstvenim metodama, metode procjene vrijednosti korištenjem različitih tržišnih pokazatelja poslovanja temelje se na računu dobitka i gubitka. Pomoću tih se metoda vrijednost društva procjenjuje na temelju dobitka, prihoda ili novčanog toka, a uz korištenje raznih pokazatelja (omjera) koji povezuju vrijednost društva sa spomenutim financijskim kategorijama.

1.4.1. POKAZATELJ CIJENE I ZARADE

Korištenjem ovog pokazatelja (eng. PER – *Price Earning Ratio*) vrijednost društva se utvrđuje tako da se neto-dobitak društva ostvaren u određenom razdoblju pomnoži s tržišnim pokazateljem odnosa cijene dionice i zarade (neto-dobitka) društva po dionici. Naravno, tako dobivena vrijednost množi se s ukupnim brojem redovnih dionica kako bi se utvrdila vrijednost za cijelo društvo.

Vrijednost društva = $DPS1 / (K_e - g)$

DPS1 – pokazatelj svote dividende po dionici za sljedeću godinu

K_e – stopa povrata na kapital

g – godišnja stopa rasta dividende

ili ako se pretpostavi da je svota dividende konstantna, vrijednost društva se utvrđuje kao:

Vrijednost društva = pokazatelj cijene i zarade x zarada (neto-dobitak)

Zarada po dionici (eng. EPS – *Earnings Per Share*) računa se kao kvocijent neto-dobitka ostvarenog u promatranom razdoblju (i smanjenog za isplate

imateljima povlaštenih dionica) i ukupnog broja običnih redovitih dionica. U nekim slučajevima pokazatelj cijene i zarade može poslužiti za procjenu planskog pokazatelja cijene i zarade za sljedeću godinu ili se može odrediti kao srednja vrijednost na osnovi nekoliko prošlih godina. Taj se pokazatelj najčešće koristi za društva čijim dionicama se trguje na tržištu vrijednosnih papira. Brokerske kuće i druge specijalizirane financijske institucije u svojim izvješćima redovito objavljuju PER pokazatelj za svaku pojedinu dionicu.

1.4.2. POKAZATELJ DIVIDENDE PO DIONICI

U slučaju da se dionicama društva ne trguje na burzi, za procjenu vrijednosti tog društva primjenjuje se pokazatelj svote dividende po dionici. Dividenda je dio neto-dobitka koji se isplaćuje dioničarima. Kao i kod prethodne metode, vrijednost društva se utvrđuje na temelju tržišne vrijednosti njegove dionice koja se definira kao neto sadašnja vrijednost dividendi koje se očekuju za neko buduće razdoblje:

Vrijednost društva = $DPS \cdot K_e$

Pretpostavka ovog pristupa je da društvo redovito isplaćuje dividende, da će neograničeno dugo poslovati i da je stopa rasta dividende manja od zahtijevane tržišne stope povrata na kapital. U praksi se pokazalo da društva koja iz neto-dobitka isplaćuju veću svotu za dividende ne ostvaruju rast cijena svojih dionica. Razlog tome je da društvo isplaćuje prevelike svote dividendi umjesto da zadrži dobitke i ulaže u poslovanje, što u konačnici smanjuje njegovu vrijednost.

1.4.3. POKAZATELJI TEMELJENI NA PRIHODU

Vrijednost društva utvrđena korištenjem pokazatelja temeljenog na prihodu najčešće se primjenjuje za izrazito promjenjive odnosno turbulentne industrije, tako da se prihod društva množi s određenim tržišnim pokazateljem koji povezuje vrijednost društva i ostvareni prihod. Kao najčešći pokazatelj te vrste upotrebljava se odnos tržišne cijene dionice i prihoda društva (eng. P / S – *Price/Sales*) koji se zapravo sastoji od dva pokazatelja:

Odnos cijene i prihoda (P/S) = odnos cijene i neto-dobitka x odnos neto dobitka i prihoda

Tako dobivena vrijednost množi se s ukupnim brojem običnih dionica društva.

Od ostalih pokazatelja najčešće se koriste sljedeći:

- Vrijednost društva / neto-dobitak prije poreza i kamata (eng. EBIT)
- Vrijednost društva / neto-dobitak prije poreza, kamata i amortizacije (eng. EBITDA)
- Vrijednost društva / operativni novčani tok
- Vrijednost društva / knjigovodstvena vrijednost

Kad se utvrdi vrijednost nekog društva pomoću navedenih pokazatelja potrebno ju je usporediti s vrijednošću sličnih (eng. *peer group*) društva koja posluju u istoj industriji ili sličnom ekonomskom okruženju.

1.5. PROCJENA VRIJEDNOSTI ANALIZOM DISKONTIRANIH NOVČANIH TOKOVA

Vrijednost društva analizom diskontiranih novčanih tokova utvrđuje se tako da se procijenjeni budući novčani tokovi koje će društvo ostvariti diskontiraju, tj. svedu na sadašnju vrijednost pomoću diskontne kamatne stope koja uključuje rizik ostvarivanja novčanih tokova. U posljednje vrijeme značenje i sve češća uporaba tih metoda dominira u usporedbi s ostalim opisanim načinima procjene društva. Metoda diskontiranih novčanih tokova temelji se na detaljnoj i pažljivoj procjeni pojedinačnih financijskih stavaka koji generiraju novčani tok u skladu s poslovanjem društva npr: naplata potraživanja, troškovi osoblja, troškovi sirovina i materijala, administrativni i prodajni troškovi, otplata kredita i sl.

Drugi bitan element koji se treba odrediti je diskontna kamatna stopa koja sadržava rizik ostvarivanja pretpostavljenih budućih novčanih tokova. U praksi je minimalna diskontna kamatna stopa najčešće određena dogovorom između zainteresiranih strana (prodavatelj ili kupac neće uložiti ili prodati društvo ispod određene stope povrata koja se očekuje iz te transakcije). Prije same detaljne analize metoda diskontiranih novčanih tokova potrebno je prvo definirati različite vrste novčanih tokova koje se mogu koristiti.

Bilanca i ekonomska bilanca društva

Novčani tok	Odgovarajuća diskontna kamatna stopa
Slobodni novčani tok (FCF)	Prosječna stopa troška uk. kapitala (wacc)
Kapitalni novčani tok	Stopa povrata na kapital (K_e)
Novčani tok vezan za dug	Stopa povrata na dug (K_d)

Od tri navedene vrste novčanog toka najlakše je definirati i razumjeti novčani tok vezan za dug koji je zapravo zbroj kamata na dug i rata za otplatu glavnice duga. Da bi se odredila sadašnja tržišna vrijednost postojećeg duga potrebno je novčani tok vezan za dug diskontirati uz odgovarajuću stopu povrata na dug. U većini slučajeva je tržišna vrijednost duga ekvivalent knjigovodstvenoj vrijednosti duga, što je upravo i razlog zašto se knjigovodstvena vrijednost koristi za procjenu tržišne vrijednosti duga.

Slobodni novčani tok uključuje ukupnu vrijednost društva (dug i kapital) dok kapitalni novčani tok sagledava samo vrijednost kapitala i tek uključivanjem novčanog toka vezanog za dug može se utvrditi ukupna vrijednost društva.

1.5.1. SLOBODNI NOVČANI TOK

Slobodni novčani tok je operativni novčani tok, odnosno novčani tok od poslovnih aktivnosti, ali ne uzimajući u obzir zaduženja nakon poreza. To je zapravo novac koji bi bio dostupan nakon podmirenja ulaganja u stalna sredstva i radnog kapitala uz pretpostavku da društvo nema zaduženja, tj. financijskih troškova. Kako bi izračunali buduće slobodne novčane tokove moramo procijeniti novac koji će društvo primiti u tom razdoblju (novčane primitke), ali također i novac koji će društvo potrošiti (novčane izdatke). Računovodstveni podatci koji se temelje na obračunskoj metodi (eng. *accrual principle*) ne mogu se u potpunosti koristiti za izračunavanje slobodnih novčanih tokova, pa je zato potrebno te računovodstvene podatke prilagoditi.

Izračun slobodnog novčanog toka

Dobitak prije poreza i kamata (EBIT)

– porez na dobitak prije kamata

= Neto-dobitak

+ amortizacija

– porast stalnih sredstava

– porast radnog kapitala / + smanjenje radnog kapitala

= Slobodni novčani tok

Kapitalni novčani tok računa se tako da se od slobodnog novčanog toka oduzmu kamate i glavnica (nakon poreza) te doda novi dug za navedeno razdoblje. Ukratko, novčani tok koji je preostao nakon pokrića ulaganja u stalna sredstva i zahtjeva radnog kapitala te plaćanja financijskih obveza i otplate odgovarajućeg dijela duga smatra se kapitalnim novčanim tokom.

$KNT = SNT - kamata \times (1 - t) - otplata glavnice + novi\ dug$

t – stopa poreza

Ovaj novčani tok pretpostavlja postojanje strukture financiranja unutar društva prema kojoj su kamate iz postojećeg duga plaćene, rate glavnice se plaćaju prema dospelju određenog duga, a sredstva novog zaduženja su primljena. Nakon provedbe opisanih poslovnih događaja svota koja je preostala dioničarima može se isplatiti kao dividenda ili iskoristiti za kupovinu novih dionica. Novčani tok vezan za dug nekog društva sastoji

se od plaćenih kamata i otplate glavnice. Koristi se pri izračunu ukupnog kapitalnog novčanog toka koji je zbroj kapitalnog novčanog toka i novčanog toka vezanog za kapital.

1.5.2. IZRAČUN VRIJEDNOSTI DRUŠTVA UZ UPORABU METODA NOVČANOG TOKA

Da bi izračunali vrijednost društva koristeći se metodom novčanog toka potrebno je slobodne novčane tokove budućih razdoblja svesti na sadašnju vrijednost diskontirajući ih sa stopom povrata na dug ili s ponderiranom stopom povrata na kapital – tzv. WACC (eng. *Weighted Average Cost of Capital*):

Kapital + Dug = sadašnja vrijednost (NT; wacc)

Ponderirana stopa povrata na kapital izračunava se tako da se stopa povrata na dug i stopa povrata na kapital ponderiraju u skladu s financijskom strukturom društva tj. omjerom duga i kapitala društva. U slučajevima kada procjenjujemo vrijednost cijelog društva (i duga i kapitala) to je odgovarajuća kamatna stopa jer moramo uzeti u obzir i odgovarajući povrat na dug, kao i odgovarajući povrat na kapital, ovisno o njihovom odnosu u strukturi financiranja društva. Tržišna vrijednost društva se računa tako da se procijenjeni kapitalni novčani tokovi diskontiraju na sadašnju vrijednost stopom povrata na kapital (K_e). Kad bismo tu vrijednost zbrojili sa tržišnom vrijednošću duga, dobili bismo ukupnu vrijednost društva.

Stopu povrata na kapital moguće je izračunati na jedan od sljedećih načina:

1. Gordonov model procjene uz pretpostavku konstantnog rasta

$$K_e = (\text{Div1} / P_0) + g$$

Div1 = dividenda koja će biti primljena u sljedećoj godini = $\text{Div0} \times (1 + g)$

P_0 = trenutna cijena dionice

g = konstantna stopa rasta dividende

2. CAPM model, kojim se stopa povrata na kapital definira na sljedeći način:

$$K_e = R_f + s \times (R_m - R_f)$$

R_f = stopa povrata na bez-rizična ulaganja (npr. državne obveznice)

R_m = očekivani tržišni povrat

$R_m - R_f$ = premija rizika na tržištu

Beta je mjera sistemskog ili tržišnog rizika dionice. Ona ukazuje na odnos osjetljivosti povrata na dionicu i tržišnih kretanja. U slučaju da društvo nema zaduženja, inkrementalni rizik proizašao iz toga mora se uključiti u izračun.

Osnovni koraci pri procjeni društva diskontiranjem novčanih tokova:

1. Analiza financijskih podataka iz prošlosti i strateška analiza društva i industrije

a. Financijska analiza

- _ Analiza bilanci stanja i izvješća o dobitku i gubitku
- _ Analiza izvješća o novčanom toku
- _ Analiza izvješća o ulaganjima društva
- _ Analiza financijske strukture društva
- _ Analiza poslovnih rizika
- b. Analiza konkurencije i strategije društva
 - _ Analiza industrije
 - _ Analiza pozicije društva u industriji i okruženju
 - _ Identifikacija društva u lancu
 - _ Usporedba društva s glavnim konkurentima u industriji
 - _ Identifikacija pokretača vrijednosti društva
- 2. Projekcija budućih novčanih tokova
 - a. Procjena financijskih podataka
 - _ Planiranje izvješća o dobitku i bilance stanja društva
 - _ Planiranje novčanog toka društva
 - _ Izrada plana ulaganja
 - _ Procjena strukture financiranja društva
 - _ Procjena terminalne vrijednosti
 - _ Procjena različitih scenarija
 - b. Procjena strategije društva
 - _ Procjena budućeg razvoja industrije
 - _ Procjena pozicije društva u industriji
 - _ Procjena položaja ostalih konkurenata u industriji
 - c. Analiza konzistentnost procjene budućih novčanih tokova
 - _ Analiza konzistentnosti procjene financijskih podataka
 - _ Usporedba procijenjenih podataka s financijskim rezultatima ostvarenim u prošlom razdoblju
 - _ Analiza konzistentnosti procijenjenih budućih novčanih tokova sa strategijom društva
- 3. Izračun stope povrata na kapital
- 4. Izračun sadašnje vrijednosti budućih novčanih tokova
- 5. Analiza i usporedba rezultata procjene
 - a. Usporedba procijenjene vrijednosti društva sa sličnim poduzećima
 - b. Analiza osjetljivosti promjene vrijednosti društva promjenom osnovnih parametara

Iako je ova metoda vrlo popularna, treba naglasiti da je njezin glavni nedostatak to što se budući novčani tokovi koje će društvo generirati u duljem razdoblju vrlo teško mogu precizno utvrditi. Također, tu je i problem određivanja diskontne stope, osobito za ona društva koja ne kotiraju na burzi.

1.5.3. KORISNOS PREZENTIRANIH METODA

Problem u primjeni iznesenih metoda procjene vrijednosti društva je što se neke od metoda temelje isključivo na bilanci društva, druge na izvješću o dobitku i gubitku, ali nijedna od njih ne koristi nikakve druge podatke osim povijesnih rezultata. Ako usporedimo dvije kompanije s identičnim izvješćima o računu dobitka i gubitka i bilanci, ali s različitim prospektom: jedno s velikom prodajom, zaradom i velikim potencijalima, a drugo u stabilnoj, ali „okrutnoj“ industriji. Veću vrijednost bi dodijelili prvom poduzeću u odnosu na drugo, bez obzira na povijesne identične rezultate izvješća o novčanom toku i bilanci.

Najprikladnija metoda za procjenu vrijednosti društva je diskontiranje budućih novčanih tokova, pri procjeni vrijednosti kapitala društva, uz pretpostavku da će društvo nastaviti sa poslovanjem u budućnosti, polazeći od kapaciteta društva da „stvari“ novac za vlasnike kapitala.

Ali, u konačnici se vrijednost društva, koja se dobiva kao konačni rezultat procjene, mora odvojeno promatrati od prodajne cijene. Naime, utvrđivanje prodajne cijene je rezultat odluke kupca i prodavatelja u pregovorima o kupnji, odnosno o prodaji društva. Međutim, postupak i rezultat procjene bitno utječu na pregovore o cijeni. U postupku procjene utvrđivanja vrijednosti društva oblikovani su argumenti za tu vrijednost.

U stvarnosti ne postoji „čarobna formula“ koja može odrediti cijenu nekog društva. Jedinu „pravu“ vrijednost određuje slobodna konkurencija na slobodnom tržištu, a i tada cijena može pretrpjeti velike promjene u vrlo kratkom razdoblju, ovisno o mnogim internim ili eksternim čimbenicima, kao što su opći ekonomski uvjeti, očekivanja investitora, stanje djelatnosti itd. Zato je važno pri vrednovanju društva uključiti u procjenu što više dostupnih informacija, osobito onih koje imaju dugoročni utjecaj na poslovanje društva, te korištenjem kombinacije različitih metoda doći do raspona vrijednosti u kojima bi se upotrebom pripadajućih pondera došlo do što točnijeg izračuna vrijednosti dionice tj. vrijednosti društva.

2 PODLOGA I METODA IZRAČUNA

Procjenitelj je na temelju zahtjeva PND Strategija d.o.o., izvršio procjenu vrijednosti društva Hoteli Maestral d.d., Ćira Carića 3, 20000 Dubrovnik.

2.1 Opći podaci društvu (objektu procijene)

Nadležni sud

Trgovački sud u Dubrovniku

MBS

060008247

OIB

88557173997

EUID

HRSR.060008247

Status

Bez postupka

Tvrtka

HOTELI MAESTRAL dioničko društvo za hotelijerstvo i turizam

HOTELI MAESTRAL d.d.

Sjedište/adresa

Dubrovnik (Grad Dubrovnik)

Ćira Carića 3

Temeljni kapital

103.144.000,00 kuna

Pravni oblik

dioničko društvo

Predmet poslovanja

45.31 Elektroinstalacijski radovi

45.32 Izolacijski radovi

45.34 Ostali instalacijski radovi

45.41 Fasadni i štukturni radovi

45.42 Ugradnja stolarije

45.43 Postavljanje podnih i zidnih obloga

45.44 Soboslikarski i staklarski radovi

45.45 Ostali završni radovi

52.7 Popravak predmeta za osobnu uporabu i kuć.

60.22 Taksi služba

60.23 Ostali prijevoz putnika cestom

60.24 Prijevoz robe (tereta) cestom

61.10 Prijevoz morem i priobaljem

63.30 Djelatnost putničkih agencija i turoperatora

63.40 Djelatnost ostalih agencija u prometu

71.10 Iznajmljivanje automobila

71.22 Iznajmljivanje plovila

71.40 Iznajm. predmeta za os. uporabu i kuć., d. n.

72.30 Obrada podataka

92.61 Rad sportskih objekata

93.01 Pranje i kem. čišć. tekstila i krzn. proizv.

93.02 Frizerski saloni i saloni za uljepšavanje

93.04 Djelatnost za poboljšanje fizičke kondicije

* Zastupanje inozemnih tvrtki

* Mjenjački poslovi

* Sportske djelatnosti

Usluge u posebnim oblicima turističke ponude (turističke usluge u nautičkom turizmu, turističke usluge zdravstvenog turizma, turističke usluge u kongresnom turizmu, usluge aktivnog i pustolovnog turizma, *

turističke usluge ribolovnog turizma, turističke usluge na poljoprivrednom gospodarstvu, uzgajalištu vodenih organizama, lovištu i u šumi šumo posjednika, usluge iznajmljivanja vozila (rent-a-car), usluge turističkog ronjenja)

* Usluge iznajmljivanja opreme za šport i rekreaciju turistima

Organiziranje putovanja (paket aranžman i izlet), sklapanje ugovora o paket-aranžmanima i izletu i provođenje istih na plovilu, koje je *

kategorizirano kao plovni objekt nautičkog turizma, te omogućavanje povezanog putnog aranžmana

Pripremanje i usluživanje jela, pića i napitaka i pružanje usluga smještaja

* Pripremanje jela, pića i napitaka za potrošnju na drugom mjestu sa ili bez usluživanja (u prijevoznom sredstvu, na priredbama i slično) i opskrba tim jelima, pićima i napitcima (catering)

* Kupnja i prodaja robe

* Pružanje usluga u trgovini

* Obavljanje trgovačkog posredovanja na domaćem i inozemnom tržištu

Nadzorni odbor

Matko Munitić, OIB: 04604920877, Mokošica, Uz Jadransku cestu 1c

- član nadzornog odbora

Danko Ćorić, OIB: 34261379064, Brezje, Plohi 3

- predsjednik nadzornog odbora

- na mandatno razdoblje od 4 godine s mandatom od 30.08.2019.g.

Josip Prkačin, OIB: 50416468076, Zaton, Štikovica 24 A

- zamjenik predsjednika nadzornog odbora

- na mandatno razdoblje od 4 godine s mandatom od 30.08.2019.g.

Sandra Ivanović, OIB: 21439575809, Velika Gorica, Šibenska 3

- član nadzornog odbora

- na mandatno razdoblje od 4 godine s mandatom od 30.08.2019.g.

Matea Mateković, OIB: 53047547245, Zagreb, Rapska 24 A

- član nadzornog odbora

- na mandatno razdoblje od 4 godine s mandatom od 30.08.2019.g.

Osobe ovlaštene za zastupanje

Marijana Zuanić, OIB: 02089438143, Dubrovnik, Riječka 16

- član uprave

- zastupa pojedinačno i samostalno

- ovlast zastupanja započinje s danom 01.03.2020.g.

- na mandatno razdoblje od 4 godine

Pravni odnosi

Statut:

Statut Društva usvojen dana 04. prosinca 1995. godine Odlukom osnivačke skupštine

Odlukom Glavne skupštine Društva od 14.07. 1997.g. donesene su Izmjene Statuta, kojima su izmijenjeni članci 14., 15. i 16 Statuta Društva, radi usklađenja visine temeljnog kapitala i nominalnog iznosa sa ZTD-ma, te je temeljni kapital povećan na iznos od 165.251.000,00 kuna a isti je podijeljen na 826.255 redovnih dionica na ime svaka nominalne vrijednosti 200,00 kuna.

Odlukom Glavne skupštine od 05. studenoga 1999. godine, izmijenjen je Statut Društva čl. 14 odredbe o temeljnom kapitalu, u čl. 16 odredbe o dionicama, u čl. 35 i 38 odredbe o nadzornom odboru. Briše se čl. 15.

Odlukom redovne Glavne skupštine od 28. kolovoza 2001. godine, izmijenjene su slijedeće odredbe Statuta Društva: članak 3. stavak 1. (promjena sjedišta), članak 10. (dopuna s odredbom o skupnom zastupanju zamjenika predsjednika i člana uprave), članak 11. (dopuna s odredbom o skupnom zastupanju zamjenika predsjednika i člana uprave - davanje punomoći), članak 12. (riječ zaposlenik se zamjenjuje s riječi radnik), članak 13. stavak 3. (ispravak broja, umjesto 38. br.37.), članak 30. stavak 2. (dopuna s odredbom

o skupnom zastupanju zamjenika predsjednika i člana uprave), članak 33. (alineja 7. briše se), članak 34. stavak 2. (imenovanje i opoziv jednog člana Nadzornog odbora od strane radničkog vijeća – uskladba sa Zakonom o radu).

Na Skupštini Društva od 16. prosinca 2003.g. izmijenjen je Statut društva. Pročišćeni tekst Statuta od 23. prosinca 2003.g. s potvrdom priložen.

Na skupštini Društva od 16. prosinca 2003.g. izmijenjen je Statut društva i to povećanjem temeljnog kapitala društva, pa se pročišćeni tekst statuta od 26.01.2004.g. s potvrdom dostavlja u zbirku isprava sudskog registra.

Odlukom o izmjeni i dopuni Statuta Društva donesenoj na Redovitoj godišnjoj skupštini održanoj 28.08.2006.god. izmijenjeni su članci 36. i 55. Statuta od 26.01.2004.god. Pročišćeni tekst Statuta od 28.08.2006.god. dostavljen u zbirku isprava.

Odlukom skupštine društva od 25.03.2013.g. Statut društva HOTELI MAESTRAL d.d., od 29.08.2006.g. promijenjen je u preambuli, čl. 10., čl. 11., u Glavi VII, čl. 13., čl. 25., čl. 26., čl. 27., čl. 28., čl. 29., čl. 30., čl. 31., čl. 32., čl. 35., čl. 38., čl. 42., čl. 50., čl. 57., čl. 58., čl. 59., čl. 60., čl. 61., i čl. 62. Potpuni tekst Statuta, društva HOTELI MAESTRAL d.d. od 25.03.2013.g., s javnobilježničkom potvrdom dostavlja se u zbirku isprava Trgovačkog suda u Dubrovniku.

Odlukom na skupštini društva od 30.08.2019.g. Statut za društvo HOTELI MAESTRAL d.d. od 25.03.2013.g. u cijelosti je zamijenjen s novim Statutom od 30.08.2019.g.

Potpuni tekst Statuta od 30.08.2019.g.

Promjene temeljnog kapitala:

- Odlukom Glavne Skupštine Društva od 14. srpnja 1997.g. izvršeno je povećanje temeljnog kapitala sa iznosa od 165.234.960,00 kuna za iznos od 16.040,00 kuna na iznos od 165.251.000,00 kuna i to na način da su rezerve društva u iznosu od 16.040,00 kuna pretvorene u temeljni kapital Društva a sve sa svrhom usklađenja temeljnog kapitala i dionica sa ZTD-om i izražavanja njihovih iznosa sa cijelim brojem koji je višekratnih broja 100.

Odlukom Glavne skupštine od 05. studenoga 1999. godine, smanjen je temeljni kapital sa iznosa od 165.251.000,00 kn za iznos od 82.625.500,00 kn, smanjenjem nominalnog iznosa dionica, i spajanjem dionica, te daljnje smanjen za iznos od 27.541.900,00 kn, na iznos od 55.083.800,00 kuna, te povećan za iznos od 39.908.200,00 kuna, na iznos od 94.992.000,00 kuna. Temeljni kapital je podijeljen na 474.960 dionica nominalnog iznosa od 200,00 kuna.

Temeljni kapital društva povećava se s iznosa od 94.992.000,00 kuna za iznos od 8.152.000,00 kuna na iznos od 103.144.000,00 kuna. Temeljni kapital se povećava izdavanjem novih dionica i to 40.760 redovnih dionica na ime, serije "C", od kontrolnog broja "C-00001" do kontrolnog broja "C-40760",

svaka u nominalnom iznosu od 200.00 kuna, koje u cijelosti upisuje Hrvatski fond za privatizaciju. Svaka izdana dionica davat će jednaka prava kao i dionice serije "A" i "B". Ukupni iznos za koji su izdane dionice (8,152,000.00) uplaćen je u cijelosti u novcu.

2.2 Trenutna poslovna situacija

Društvo je samo djelomično obnovilo svoje hotelske kapacitete kako pansionске tako i vanpansionskog tipa, te koristi 100% (obnovljenih i neobnovljenih) svojih resursa gledano kroz fizičku iskoristivost samog društva, godišnja iskoristivost samog objekta kao i kompletna većina hotelskih kapaciteta na dubrovačkom području i šire pati od sezonske popunjenosti tj. poslovanje je sezonskog karaktera tako da u tom kontekstu neostvariva maksimalne prihode, te se tek u budućnosti očekuju pozitivni pomaci na ovoj problematici u čitavoj mikro-regiji.

Društvo ima značajne obveze raspoređene u obliku kratkoročnih i dugoročnih obveza koje čine popriličan teret u samom poslovanju, te prenesene gubitke u poslovanju s obzirom da je tek u zadnjim nekoliko godina počelo ostvarilo pozitivan poslovni rezultata.

Posebna pozornost mora se obratiti na trenutnu situaciju vezanu uz COVID-19 koja se katastrofalno odrazila na kompletnu turističku industriju pa tako i na poslovanje Hotela Maestral D.D., te će kratkoročno i srednjoročno prouzročiti gubitke u poslovanju do obuzdavanja pandemije i konsolidacije turističkog sektora.

Račun dobiti gubitka za 2015,2016,2017,2018,2019 (revidirana).

Račun dobiti i gubitka 2015-2019 g.						
	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	% prom. 19./18.
Poslovni prihodi	50.460.291	51.337.309	54.284.345	57.037.092	63.434.774	11
Prihodi od prodaje s poduzetnicima unutar grupe	0	0	0	0	0	n.s.
Prihodi od prodaje (izvan grupe)	49.331.921	49.885.929	52.660.399	55.523.213	62.274.257	12
Ostali poslovni prihodi	1.128.370	1.451.380	1.623.946	1.513.879	1.160.517	-23
Poslovni rashodi (bez amortizacije)	40.924.803	41.128.634	44.928.921	48.500.676	50.128.970	3
Troškovi poslovanja	40.924.803	41.128.634	44.928.921	48.500.676	50.128.970	3
Povećanje/smanjenje zaliha	0	0	0	0	0	n.s.
Materijalni troškovi i troškovi prodane robe	15.504.303	17.381.332	17.089.655	18.757.903	19.676.051	5
Troškovi osoblja (bruto)	20.874.458	21.087.464	22.924.623	21.932.327	21.295.180	-3
Vrijednosna usklađenja i rezerviranja	2.789.473	892.969	1.010.672	489.725	900.561	84
Ostali troškovi i rashodi	1.756.569	1.766.869	3.903.971	7.320.721	8.257.178	13
Dobit prije kamata, poreza i amortizacije (EBITDA)	9.535.488	10.208.675	9.355.424	8.536.416	13.305.804	56
Amortizacija	3.698.807	3.383.259	3.118.025	3.261.779	3.706.597	14
Dobit prije kamata i poreza (EBIT)	5.836.681	6.825.416	6.237.399	5.274.637	9.599.207	82
Neto rezultat finansijskih aktivnosti	-2.712.293	-1.522.982	-787.337	-1.103.887	-1.637.448	-48
Financijski prihodi	562.591	1.375.184	1.404.896	871.348	151.110	-83
Financijski rashodi	3.274.884	2.898.166	2.192.233	1.975.235	1.788.558	-9
Neto udio u rezultatu društava povezanih sudjelujućim ir	0	0	0	0	0	n.s.
Udio u dobiti od društava povezanih sudjelujućim ir	0	0	0	0	0	n.s.
Udio u gubitku od društava povezanih sudjelujućim ir	0	0	0	0	0	n.s.
Neto udio u rezultatu zajedničkih pothvata	0	0	0	0	0	n.s.
Udio u dobiti od zajedničkih pothvata	0	0	0	0	0	n.s.
Udio u gubitku od zajedničkih pothvata	0	0	0	0	0	n.s.
Ukupni prihodi	51.022.882	52.712.493	55.689.241	57.908.440	63.585.884	10
Ukupni rashodi	47.898.494	47.410.059	50.239.179	53.737.690	55.624.125	4
Dobit/gubitak prije oporezivanja	3.124.388	5.302.434	5.450.062	4.170.750	7.961.759	91
Porez na dobit	555.293	1.423.349	1.297.710	1.045.974	1.465.541	40
Neto dobit/gubitak	2.569.095	3.879.085	4.152.352	3.124.776	6.496.218	108
Dobit/gubitak prekinutog poslovanja prije oporezivanja	0	0	0	0	0	n.s.
Porez na dobit prekinutog poslovanja	0	0	0	0	0	n.s.
Neto dobit/gubitak prekinutog poslovanja	0	0	0	0	0	n.s.
Dobit/gubitak ukupnog poslovanja prije oporezivanja	3.124.388	5.302.434	5.450.062	4.170.750	7.961.759	91
Porez na dobit ukupnog poslovanja	555.293	1.423.349	1.297.710	1.045.974	1.465.541	40
Neto dobit/gubitak ukupnog poslovanja	2.569.095	3.879.085	4.152.352	3.124.776	6.496.218	108

Bilanca za 2015,2016,2017,2018,2019 (revidirana).

Bilanca 2015-2019 g.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	% prom. 19./18.
Potraživanja za upisani a neuplaćeni kapital	0	0	0	0	0	n.s.
Dugotrajna imovina	187.927.317	187.267.106	187.944.184	86.593.026	88.007.345	2
Nematerijalna imovina	194.257	362.771	309.409	207.796	157.911	-24
Materijalna imovina	187.451.049	186.581.296	187.304.571	86.068.284	87.673.309	2
Zemljišta	138.784.620	138.784.620	138.784.620	36.851.748	36.851.748	0
Građevinski objekti	44.209.284	42.194.795	41.213.130	39.761.315	39.837.057	0
Postrojenja i oprema	3.398.555	4.356.606	5.436.508	6.815.342	6.673.109	-2
Ostala materijalna imovina	1.058.590	1.245.275	1.870.313	2.639.879	4.311.395	63
Financijska imovina	282.011	323.039	330.204	316.946	176.125	-44
Udjeli, dionice i ostali vrijednosni papiri (dugotrajni)	0	0	0	0	0	n.s.
Dani zajmovi, depoziti i sl. (dugotrajni)	0	0	0	0	0	n.s.
Ostala dugotrajna financijska imovina	282.011	323.039	330.204	316.946	176.125	-44
Potraživanja	0	0	0	0	0	n.s.
Odgođena porezna imovina	0	0	0	0	0	n.s.
Kratkotrajna imovina	5.381.304	5.949.192	6.650.113	8.855.665	11.456.692	29
Zalihe	649.319	588.985	770.368	383.712	397.712	4
Sirovine i materijal	632.942	571.620	755.377	369.183	364.381	-1
Proizvodnja u tijeku	0	0	0	0	0	n.s.
Gotovi proizvodi i trgovačka roba	2.104	1.082	170	510	1.272	149
Ostale zalihe	14.273	16.283	14.821	14.019	32.059	129
Potraživanja	1.029.126	2.342.075	1.305.752	782.741	750.581	-4
Potraživanja od kupaca	455.614	1.671.045	933.236	318.864	422.482	32
Ostala potraživanja	573.512	671.030	372.516	463.877	328.099	-29
Financijska imovina	0	0	0	0	0	n.s.
Udjeli, dionice i ostali vrijednosni papiri (kratkotrajni)	0	0	0	0	0	n.s.
Dani zajmovi, depoziti i sl. (kratkotrajni)	0	0	0	0	0	n.s.
Ostala kratkotrajna financijska imovina	0	0	0	0	0	n.s.
Novac	3.702.859	3.018.132	4.573.993	7.689.212	10.308.399	34
Plaćeni troškovi budućeg razdoblja i obračunati prihodi	330.478	591.943	710.317	916.810	350.966	-62
Ukupno aktiva	193.639.099	193.808.241	195.304.614	96.365.501	99.815.003	4
Kapital i rezerve	123.019.412	126.898.497	124.888.077	32.423.740	38.919.958	20
Temeljni kapital	103.144.000	103.144.000	103.144.000	103.144.000	103.144.000	0
Kapitalne rezerve	0	0	0	0	0	n.s.
Rezerve iz dobiti, revalorizacijske rezerve i rezerve fer vrijednosti	36.973.347	36.973.347	32.083.736	216.263	216.263	0
Zadržana dobit/preneseni gubici	-19.667.030	-17.097.935	-14.492.011	-74.061.299	-70.936.523	4
Dobit/gubitak poslovne godine	2.569.095	3.879.085	4.152.352	3.124.776	6.496.218	108
Manjinski (nekontrolirajući) interes	0	0	0	0	0	n.s.
Rezerviranja	1.529.903	1.395.530	1.354.280	742.380	1.486.588	100
Dugoročne obveze	58.532.697	56.697.802	59.961.821	53.261.875	53.427.593	0
Kamatonske (financijske) obveze (dugoročne)	58.532.697	56.697.802	55.072.210	53.038.161	53.203.879	0
Obveze prema dobavljačima (dugoročne)	0	0	0	0	0	n.s.
Ostale dugoročne obveze	0	0	4.889.611	223.714	223.714	0
Kratkoročne obveze	10.329.476	7.951.061	6.709.433	7.495.490	3.659.878	-51
Kamatonske (financijske) obveze (kratkoročne)	6.915.100	2.950.688	2.941.664	2.942.569	17.061	-99
Obveze prema dobavljačima (kratkoročne)	284.452	768.329	425.793	1.313.909	904.731	-31
Obveze prema zaposlenicima	1.513.905	1.932.911	1.731.192	1.435.417	1.082.953	-25
Ostale kratkoročne obveze	1.616.019	2.299.133	1.610.784	1.803.595	1.655.133	-8
Odgođeno plaćanje troškova i prihod budućeg razdoblja	227.611	865.351	2.391.003	2.442.016	2.320.986	-5
Ukupno pasiva	193.639.099	193.808.241	195.304.614	96.365.501	99.815.003	4

2.3 Posebnosti i teškoće u procijeni

Kada govorimo o posebnostima možemo zaključiti da:

- a) Društvo je godinama ostvarivalo gubitak iz poslovanja, prva profitabilna godina je 2013 (revidirana)
- b) Zbog nagomilanih gubitaka u prošlosti društvo je izvršilo dvije dokapitalizacije i jedno smanjivanje temeljnog kapitala koje otežavaju vrjednovanje novčanih tokova kao dokaz mogućnosti vraćanja dospjelih obveza, kao i usporedbu današnjeg i budućeg poslovanja

3. METODE PROCJENE VRIJEDNOSTI DRUŠTVA

Kako bi se što objektivnije i sveobuhvatnije vrjednovalo društvo procjenitelj je uzeo u obzir stanje društva i potencijal, te imovinu i zaradu da bi kroz četiri metode došao do raspona vrijednosti društva i putem težinskih koeficijenta po svakoj metodi združio iste i dobio osnovnu vrijednost društva.

Odabrane metode su: metoda knjigovodstvene vrijednosti (neto vrijednost imovine), metoda tržišne vrijednosti, metoda usporedivih društava (tržišni pristup) i metoda diskontiranih novčanih tokova.

3.1 Metoda knjigovodstvene vrijednost (10%)

Prilikom procijene vrijednosti temeljene su na dvije i to:

*Aktivna i pasivna razgraničenja sukladna knjigovodstvenom prikazu,

*Trenutkom izrade studije uzeto je u obzir da su sve zalihe i potraživanja naplativa.

31.12.2018.	01.01.2020.	30.06.2020.
103.144.000	103.144.000	103.144.000
-	-	-
216.263	216.263	216.263
-	-	-
(74.061.299)	(70.936.523)	(70.936.523)
3.124.776	6.496.218	(10.832.391)
32.423.740	38.919.958	21.591.349
515.718	515.719	515.720
63	75	42

• Izvor bilance društva

3.2 Tržišna vrijednost (50%)

Ovom metodom se vrijednost društva utvrđuje na bazi cijena Društva na Zagrebačkoj burzi u razdoblju srpanj 2019 - lipanj 2020.

U tom razdoblju se vrijednost dionica kretala u rasponu od 410,00 kn do 250,00 kn.

Prosječna ponderirana tržišna vrijednost za razdoblje 07/2019-06/2020 iznosila je:

30.06.2020.

267

• izvor Zagrebačka burza

3.3 Metoda usporedivih društava (20%)

Temeljne pretpostavke izbora usporedivih društava bile su:

*kotiranje na burzi

*geografska pripadnost dalmatinskoj i istarskoj,

*industrijska pripadnost - turizam

*sektorska pripadnost - hotelijerstvo

*negativno poslovanje ili relativno mala profitabilnost

*srednja veličina hotela od 90 do 200 soba, maksimalno 600 soba po svim hotelima u sklopu jednog društva.

Procjenitelj je na temelju dostupnih podataka uvrstio osam usporedivih društava, te na temelju dobivenih projiciranih vrijednosti društava prema izabranom setu pokazatelja te korištenjem više multiplikatora financijskih pokazatelja dobio raspon vrijednosti koje je uprosječen sa jednostavnom i/ili vaganom sredinom, a uzimajući u obzir pondere (izabire najprimjerenijih multiplikatora), u ovom slučaju to su bili EV i P/B.

Opći pokazatelji usporedivih društava

Oznaka dionice	Vrijednost dionica Na dan 30.06.2020	Broj dionica	Tržišna kapitalizacija Na dan 30.06.2020.	30.06.2020. Ukupni kapital	31.12.2019. Ukupni kapital	30.06.2020. KV	31.12.2019. KV	30.06.2020. P/B	31.12.2019. P/B	Prosjeck P/B
MAIS-R-A	224,00	10.944.339	2.451.531.936	1.849.044.960	2.019.602.346	168,95	184,53	1,33	1,21	1,27
RVP-R-A	25,56	126.027.542	3.221.263.974	2.899.678.861	3.219.069.759	23,01	25,54	1,11	1,00	1,06
ARNT-R-A	260,00	5.128.721	1.333.467.460	1.963.354.442	2.033.171.151	382,82	396,43	0,68	0,66	0,67
PLAG-R-A	1.364,80	2.197.772	2.999.519.226	2.174.880.875	2.383.233.859	989,58	1.084,39	1,38	1,26	1,32
TUHO-R-A	2.640,00	216.332	571.116.480	441.030.477	488.902.804	2.038,67	2.259,97	1,29	1,17	1,23
SUKC-R-A	101,89	752.212	76.642.881	737.573.770	833.647.262	980,54	1.108,26	0,10	0,09	0,10
Prosjeck								0,98	0,90	0,94

Usporedne vrijednosti	30.06.2020.
Opis	
P/B-pokazatelj-Hoteli Maestral d.d.	6,38
P/B-pokazatelj globalno-	2,75
P/B-pokazatelj RH-tržište	0,98
Prema P/B Damodoran global market	115,00
Prema P/B Damodoran global market	41 kn

S obzirom na industriju u obzir je uzet pokazatelj P/B-Omjer cijene i dionice i knjigovodstvene vrijednosti (Price to Book ratio- P/B) te ije izvršena usporedba kako je navedeno u točki 3.3

3.3 Metoda diskontiranih novčanih tokova (20%)

Temeljne pretpostavke koje su korištene:

- Projicirano (kratkoročno) razdoblje je 2021-2025,
- Profitna snaga iza projiciranog razdoblja bazirana je na Gordonovu modelu rasta (metoda vječne rente),
- Projekcije bazirane na modelima i očekivanjima uprave Društva.

$$WACC = K_e \times (E / (D + E)) + K_d \times (D / (D + E)) \times (1 - t)$$

WACC-prosječna ponderirana stopa-hrvatska verzija prijevoda

Ulazni parametar
D - Dug (kratkoročni i dugoročni krediti) (mil HRK)
K - Kapital + rezerve (mil HRK)
t - Stopa poreza na dobit
K _d - Prosječna kamatna stopa kredita
K _e - Očekivani povrat na kapital
R _f - Nerizična stopa ulaganja u RH
B _a - Beta imovine (levered)
M _p - Tržišna premija na rizik
B _e - Beta glavnice (unlevered)
WACC

WACC-prosječna ponderirana stopa-engleski originalna verzija

Za potrebe izračuna diskontne stope odnosno stope prinosa korišten je prosječni ponderirani trošak kapitala the Weighted Average Cost of Capital WACC se može izraziti putem sljedeće formule:

$$\text{Realni WACC} = [CoE + w_d \times CoD \times (1 - \text{Porez})],$$

gdje je:

we – ciljani udio vlasničkog kapitala equity u strukturi financiranja Društva

wd – 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 18% (stopa u trenutku procijene)

Trošak kapitala (Cost of equity-CoE)

Trošak kapitala približno opisujemo (aproksimiramo) korištenjem Capital Asset Pricing Model (CAPM), a za to koristimo slijedeću formulu:

$$\text{CoE} = \text{RFR} + \beta * \text{ERP} + \text{SP}$$

gdje je:

✚ RFR je bez rizika kamatna stopa u nominalnim iznosima izračunata kao prosječni povrat na dugoročne obveznice Republike Hrvatske u eurima sa dospelom do 2030. godine koja iznosi 1,31% na dan 30. lipnja 2020. umanjena za CDS spread Republike Hrvatske (mjerilo vjerojatnosti bankrota) koji iznosi oko 0,82%. Sukladno tome, primijenjena je nerizična kamatna stopa od 0,49%

✚ β (Beta faktor) predstavlja mjeru sistemskog rizika društva u odnosu na tržište. Beta se procjenjuje temeljem medijana beta usporedivih kompanija. Obzirom da nije utvrđena beta usporedivih kompanija korištena je beta u vrijednosti 0,86%. Naveden beta je usklađena za zaduženost Društva od preko 71%. Usklađena beta iznosi 2,64%

✚ Trošak kapitala tržišta (Equity risk premium) odražava zahtijevani prinos (kompenzaciju) investitora za preuzimanje rizika ulaganja u vlasnički kapital kompanije, a prema istraživanjima Damodarana na dan procjene vrijednosti, za SAD iznosi 6,01%. Na navedeni prinos je obračunata premija rizika za Hrvatsku odnosno CDS spread od 5,48%. Sukladno kalkuliranome trošak kapitala tržišta iznosi 11,49%.

Uzevši sve gore navedene varijable u obzir izračunom dolazimo da procijenjeni trošak kapitala Društva iznosi 11,49%.

Trošak duga (Cost of debt)

Kako bi se izračunala diskontna stopa (WACC) uzeta je u obzir prosječna kamatna stopa na dug Društva uključivo i obveze po kreditima. Sukladno tome

došli smo do izračuna da je trošak duga Društva procijenjen na razinu od 4,43% godišnje.

Realna diskontna stopa (WACC)

Izračun diskontne stope (WACC)		
Dugoročna obveznica RH	1,31%	Prinos na dugoročne obveznice sa dospijećem u 2030. godini
CDS Spread	0,82%	Premija rizika (CDS za Hrvatsku 1.08% usklađen za CDS nerizične države - SAD od 0.20%)
Nerizična kamatna stopa ('REF')	0,49%	
Unlevered beta ('β _u ')	0,86	Izvor: Damodaran
Levered beta ('β _L ')	2,64	$\beta_L = \beta_u \cdot (1 + D \cdot (1 - \text{Tax})) / E$
Trošak premija rizika za razvijeno tržište (Equity risk premium - 'ERP')	6,01%	Izvor: Damodaran
Dodatna premija za RH (CDS Spread)	5,48%	Izvor: Damodaran
Ukupno premija rizika (ERP za Hrvatsku)	11,49%	$\text{ERP(RH)} = \text{ERP(razvijeno tržište)} + \text{CDS spread(RH)}$
Trošak kapitala ('CoE')	30,79%	$\text{CoE} = \text{RFR} + \beta \cdot \text{ERP} + \text{SP}$ (30,79=0,49%+2,64%*11,49)
Trošak duga ('CoD')	4,43%	Prosječni trošak duga Društva (4,43=5,5° +2,0%+5,8%/3)
Stopa poreza na dobit ('TAX')	18,00%	Stopa poreza na dobit u Republici Hrvatskoj
Udio kapitala ('We')	28,47%	Izračun
Udio Duga ('Wd')	71,53%	Izračun
WAAC	11,36%	$\text{WAAC} = \text{We} \cdot \text{CoE} + \text{Wd} \cdot \text{CoD} \cdot (1 - \text{Tax})$

Uzevši u obzir gore navedene varijable, a koje su unesene u konačni izračun WACC-a, možemo utvrditi da WACC iznosi 11,36%

Diskontna stopa (WACC)	Vrijednost biznisa 2020-2025 ¹	Diskontirana terminalna vrijednost ²			Ukupna vrijednost biznisa ⁵			Implicirana vrijednost biznisa kao multiplikator EBITDA-e iz 2019. ⁷			Neto dug ⁸	Neoperativna imovina ⁹	Vrijednost vlasničkog kapitala ¹⁰		
		EBITDA multiplikator (10x) ³	Gordonov model (g=1%) ⁴	Perpetuitet ⁵	EBITDA multiplikator (10x)	Gordonov model (g=1%)	Perpetuitet	EBITDA multiplikator (10x)	Gordonov model (g=1%)	Perpetuitet			EBITDA multiplikator (10x)	Gordonov model (g=1%)	Perpetuitet
9,0%	-2.240.673	37.884.462	47.829.133	42.093.847	35.643.789	45.588.460	39.853.173	2,7	3,4	3,0	50.240.032	880.637	-13.715.607	-3.770.936	-9.506.222
9,5%	-2.389.804	36.858.308	43.796.343	38.798.219	34.468.504	41.406.539	36.408.415	2,6	3,1	2,7	50.240.032	880.637	-14.890.891	-7.952.857	-12.950.980
10,0%	-2.533.603	35.864.436	40.247.867	35.864.436	33.330.833	37.714.264	33.330.833	2,5	2,8	2,5	50.240.032	880.637	-16.028.563	-11.645.132	-16.028.563
10,5%	-2.672.259	34.901.689	37.106.006	33.239.704	32.229.430	34.433.748	30.567.445	2,4	2,6	2,3	50.240.032	880.637	-17.129.965	-14.925.648	-18.791.950
11,0%	-2.805.952	33.968.959	34.308.649	30.880.872	31.163.008	31.502.697	28.074.920	2,3	2,4	2,1	50.240.032	880.637	-18.196.388	-17.856.698	-21.284.475
11,5%	-2.934.856	33.065.181	31.805.555	28.752.332	30.130.325	28.870.699	25.817.476	2,3	2,2	1,9	50.240.032	880.637	-19.229.070	-20.488.696	-23.541.920
11,9%	-3.034.644	32.362.316	29.987.100	27.195.223	29.327.672	26.952.456	24.160.579	2,2	2,0	1,8	50.240.032	880.637	-20.031.724	-22.406.940	-25.198.816
12,0%	-3.059.139	32.189.333	29.555.660	26.824.444	29.130.194	26.496.521	23.765.305	2,2	2,0	1,8	50.240.032	880.637	-20.229.202	-22.862.874	-25.594.090
12,5%	-3.178.962	31.340.432	27.525.075	25.072.346	28.161.470	24.346.113	21.893.384	2,1	1,8	1,6	50.240.032	880.637	-21.197.925	-25.013.282	-27.466.012
13,0%	-3.294.479	30.517.535	25.685.592	23.475.027	27.223.056	22.391.113	20.180.548	2,0	1,7	1,5	50.240.032	880.637	-22.136.339	-26.968.282	-29.178.847

1 Diskontirana vrijednost slobodnih novčanih tokova za period 2020-2025

2 Vrijednost biznisa nakon 2025. u terminima sadašnje vrijednosti

3 Terminalna vrijednost izračunata pod pretpostavkom da je vrijednost biznisa na kraju 2025. jednaka EBITDA multiplikatoru od 10x

4 Terminalna vrijednost izračunata pod pretpostavkom da iznos slobodnog novčanog toka nakon 2025. raste po stalnoj stopi od 1% godišnje

5 Terminalna vrijednost izračunata pod pretpostavkom da se slobodni novčani tok nakon 2025. ne mijenja (jednak je svake godine)

6 Diskontirana vrijednost slobodnih novčanih tokova za period 2020-2025 plus diskontirana terminalna vrijednost

7 Implicirana vrijednost biznisa kao multiplikator EBITDA-e iz 2019. (dobiveno dijeljenjem ukupne vrijednosti biznisa za sve tri metode i EBITDA-om iz 2019.)

9 Tržišna vrijednost neoperativne imovine

10 Ukupna vrijednost biznisa umanjena za neto kratkoročni i dugoročni dug i uvećana za neoperativnu imovinu

Nakon izračuna diskontiranog slobodnog novčanog tijeka, pristupilo se izračunu terminalne vrijednosti uz korištenje Gordonovog modela (kalkulacija rađena po stopi perpetualnog rasta od 1,00%).

Pretpostavke i izračuni korištene u projekcije novčanog toka su:

-projicirani investirani novčani tok i rezidualna vrijednost se diskontiraju na sadašnju vrijednost primjenom definirane diskontne stope za društvo u Hrvatskoj od 11,36% i diskontnim eksponentom za kraj godine,

- indikativna vrijednost investiranog kapitala predstavlja zbroj sadašnje vrijednosti investiranog novčanog toka od 3.035 tisuća kuna i rezidualne vrijednosti od 29.987 tisuća kuna, što ukupno iznosi 26.952 tisuća kuna,
- u cilju izračuna 100% vrijednosti vlastitog kapitala, navedena vrijednost umanjuje se za vrijednost kreditnih obveza od 54.258 tisuća kuna i uvećava za iznos od 4.018 tisuća kuna koji se odnosi na novac i novčane ekvivalente,
- napravljeno je usklađenje za tržišnu vrijednost neoperativne imovine Društva u iznosu 881 tisuće kuna,
- te je na takav način izračunata indikativna vrijednost 100% kapitala koji se odnosi na osnovnu djelatnost u iznosu od -22.407 tisuća kuna,
- u skladu s navedenim, indikativna vrijednost 100% kapitala Društva, po metodi DNT, iznosi zaokruženo -22.407 tisuća kuna,

Ukoliko se uzme u obzir prosjek vrijednosti vlasničkog kapitala po sve tri metode vrijednost iznosi zaokruženo -27.346 tisuća kuna

4. FER VRIJEDNOST (kombinirani pristup izračunu vrijednosti)

Uzevši u obzir sva četiri metode kojima je vršena procjena vrijednosti. Mogu reći da je procjenitelj ostvario uvjete dobivanja raspona vrijednosti društva, kroz različite metoda vrjednujući neto imovinu, tržišnu vrijednost, usporedbu sa sličnim društvima koji kotiraju na tržištu, te vrjednujući novčane tokove u budućnosti. Vidljivo je da je „najlošiju“ vrijednost polučila DFC metoda što je i razumljivo s obzirom na generirani gubitak iz prethodnih godina, te profitnu „nesposobnost“ društva uzrokovanu neulaganjem u biznis i sada krizu uzrokovanu COVID-om 19..

Konačnim izračunom fer vrijednosti došlo se izračunom putem pondera (težinskih koeficijenata), u kojima je svaka metoda dobila određenu „težinu“ te kao takva sudjelovala u konačnoj evaluaciji.

RB	Metoda	Procijenjena vrijednost Društva po dionici	Ponder	Ponderirana fer vrijednost
1	Metoda diskontiranog novčanog tijeka	---- HRK	0,20	----
2	Metoda tržišne vrijednosti ^(pon. 7/19 g.-6/20 g.)	299 HRK	0,50	149 HRK
3	Metoda usporedivih društava	41 HRK	0,20	8 HRK
4	Metoda knjigovodstvene vrijednosti	42 HRK	0,10	4 HRK
	PONDERIRANA FER VRIJEDNOST	381 HRK	100%	162 HRK
	VRIJEDNOST PRIMJERENE OTPREMINE	381 HRK		162 HRK

Značaj je dan drugim trima metodama, dok je prva DFC marginalizirana s obzirom na loše poslovne rezultate koji značajno utječu na devijantnost istih, te kao takva nije najbolji reprezentant vrijednosti društva.

Kao konačan produkt svega rečenog, dolazimo da je ponderirana fer vrijednost 162 kn, a time i da vrijednost jedne dionice iznosi 162 kn .

(~162,00~ kn/po dionici)

5. ZAKLJUČAK

Iz svega navedenog se može utvrditi da:

1. Izračun je napravljen po pravilima struke, objektivan, argumentiran i nadasve odmjeren u metodama izračuna i njihovom konačnom vrjednovanju, te kao takav predstavlja realnu vrijednost otpremnine,
2. Otpremnina je određena kombinacijom četiri najčešće korištene metode (metodom knjigovodstvene vrijednosti, tržišnom metodom, metodom usporedivih društava, te metodom diskontiranih novčanih tokova), dobivene vrijednosti su upotrebom težinskih koeficijenata združene i kao takve dale jedinstvenu vrijednost dionice. Težinskim koeficijentima je dan značaj tržišnoj vrijednosti, metodi usporedivih društava i knjigovodstvenoj vrijednosti, a manji značaj metodi diskontiranih novčanih tokova.

Prema tome s obzirom na gore sve navedeno:

Vještak je mišljenja da je otpremnina u iznosu od:

*162 HRK (sto šezdeset i dvije kune) po jednoj redovnoj, u cijelosti
otplaćenoj bez tereta, dionici Društva,*

*koju je Glavni Dioničar ponudio manjinskim dioničarima Društva u procesu
prijenosa dionica manjinskih dioničara Društva, primjereno odmjerenom, te da
uzima u obzir prilike Društva u vrijeme donošenja odluke o prijenosu dionica
manjinskih dioničara.*

3. Ovaj izvještaj sačinjen je i izdaje se isključivo u svrhu određivanja primjerenosti otpremnine koju je Glavni Dioničar ponudio manjinskim dioničarima u procesu prijenosa dionica manjinskih dioničara Društva.

Romano Dedović, dipl.oec.

Ovlašteni revizor, ovlašteni sudski vještak



KOFIDENCA d.o.o.
Vukovarska 9
DUBROVNIK