

An aerial photograph of a coastal town built into a lush green hillside. A large, multi-story hotel complex with a light-colored facade is prominent in the upper left. The town extends down to a bay with clear, turquoise water. Numerous sailboats with white sails are scattered across the bay. The foreground shows the dense green foliage of the hillside.

**Procjena vrijednosti društva HOTELI MAESTRAL d.d., od strane
Glavnog Dioničara**

Dubrovnik, kolovoz 2020.

Sadržaj

1.	Sažetak	stranica 3
2.	Obujam rada informacija i ograničenja	stranica 5
3.	Neto vrijednost imovine	stranica 7
4.	Tržišna vrijednost na burzi	stranica 9
5.	Tržišni pristup metoda usporedivih transakcija	stranica 12
6.	Prihodovna metoda	stranica 15
7.	Profil procijenjenog Društva i prihodovni pristup	stranica 19

1. SAŽETAK

SAŽETAK

Fer tržišna vrijednost 100% kapitala društva Hoteli Maestral d.d. Dubrovnik (dalje u tekstu „Društva“) na dan 30. lipnja 2020. godine procijenjena je primjenom nekoliko metoda procjene vrijednosti te je uzeta u obzir struktura učešća pojedine metode u definiciji Fer tržišne vrijednosti pojedinog udjela djeljivog s višekratnikom 100.

Slijedeće metode su korištene:

- Knjigovodstvena vrijednost;
- Tržišni pristup – cijena udjela;
- Tržišni pristup — Metoda usporedivih transakcija;
- Prinosnog pristupa u procjeni – metoda Diskontiranog novčanog tijeka, kao osnovne metode.

Neto knjigovodstvena vrijednost društva - Vrijednost poduzeća pokazuje vrijednost njegovog vlastitog kapitala. Vlastiti kapital sastoji se od temeljnog kapitala (upisanog na trgovačkom sudu, koji se sastoji od nominalnih vrijednosti dionica u d.d.-u ili udjela u d.o.o.-u), rezervi i dobiti. Za izračunavanje knjigovodstvene ili neto bilančne vrijednosti poduzeća koriste se podaci iz bilance. Po odbitku ukupnih obveza (kratkoročnih i dugoročnih) od iznosa ukupne aktive, dobije se knjigovodstvena vrijednost poduzeća.

Metoda tržišnog pristupa — Cijena dionice Hoteli Maestral d.d. – uzima u obzir tržišnu cijena realiziranih transakcija putem Zagrebačke burze (tržišna kapitalizacija).

Tržišni pristup - Omjer cijene dionice i knjigovodstvene vrijednost dionice (eng. Price to Book ratio — P/B), trgovačkih društava koja se bave sličnom djelatnošću čijim se dionicama trguje na Zagrebačkoj burzi

Metoda diskontiranog novčanog tijeka je primijenjena na temelju projekcije investiranih novčanih tijekova. Projekcije su iskazane u skladu s informacijama dobivenim od strane Klijenta i javno objavljenih podataka sastavljenim za razdoblje od pet godina (2020. – 2024.).

Izračun FER VRIJEDNOSTI

KNJIGOVODSTVENA VRIJEDNOST

Opis	30.06.2020.
Upisan temeljni kapital	103.144.000
Kapitalne pričuve	-
Rezerve iz dobiti	216.263
Revalorizacijske pričuve	-
Akumulirani gubitak	(70.936.523)
Dobit tekućeg razdoblja	(10.832.391)
Kapital i rezerve	21.591.349
Broj dionica	515.720
Vrijednost udjela - po višekratniku 100	42

TRŽIŠNA VRIJEDNOST - ponder 07.19-06.20 g

Opis	30.06.2020.
Tržišna cijena	299

* - prosječnu ponderirana tržišnu vrijednost za razdoblje 07.2019-06.2020. godine

USPOREDNA VRIJEDNOST

Opis	30.06.2020.
P/B - pokazatelj - Hoteli Maestral d.d.	7,13
P/B - pokazatelj globalno - http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/	2,75
P/B - prosjek RH - tržište	0,98
Prema P/B - CSI Market	115
Prema P/B - RH - tržište	41

NETO SADAŠNJA VRIJEDNOST NOVČANOG TOKA

Opis	30.06.2020.
Neto sadašnja vrijednost novčanog toka	-
Vrijednost dionice - po višekratniku 1.000	-

REKAPITULACIJA

Korištene metode	FV 30.06.'20	Učešće	FV 30.06.'20
KNJIGOVODSTVENA VRIJEDNOST	42	10%	4
TRŽIŠNA VRIJEDNOST - ponder 07.19-06.20 g	299	50%	150
USPOREDNA VRIJEDNOST	41	20%	8
NETO SADAŠNJA VRIJEDNOST NOVČANOG TOKA	-	20%	-
FER VRIJEDNOST DIONICE	381	100%	162

2. Obujam rada informacija i ograničenja

2. Obujam rada informacija i ograničenja

Procjena je namijenjena Upravi društva PND Strategija d.o.o. Zagreb koja će ju koristiti za potrebe određivanja primjerenog iznosa otpremnine radi isplate manjinskih dioničara.

Standard vrijednosti koji je primijenjen u ovoj analizi je fer tržišna vrijednost. Fer tržišna vrijednost je definirana kao cijena o kojoj se može pregovarati na otvorenom i neograničenom tržištu između dobro obaviještenog, zainteresiranog, ali ne nestrpljivog kupca i dobro obaviještenog, zainteresiranog, ali ne nestrpljivog prodavatelja u transakciji pod uobičajenim trgovačkim uvjetima i to zastupajući vlastite gospodarske interese.

Potrebno je imati u vidu da stvarna cijena koja bi se postigla u kupoprodajnoj transakciji kapitala može biti različita od procijenjene fer tržišne vrijednosti, uslijed čimbenika kao što su motivacija strana, ugovaračke vještine strana, struktura transakcije (npr. financijska struktura, prijenos kontrole, itd.) ili drugih čimbenika karakterističnih isključivo za tu transakciju.

Naglašavamo, da se procjena ne gleda kao egzaktna znanost, jer ona prije svega zavisi od polaznih pretpostavki na osnovu kojih procjenitelj primjenom metodologije dolazi do odgovarajućih zaključaka. Dok je, po našem mišljenju, Izvještaj o procjeni sastavljen na način koji je razuman i obranjiv, drugi procjenjivači bi mogli utvrditi drugačiju vrijednost.

Procjena je izvršena primjenom različitih metoda. Korištene su metoda neto knjigovodstvene vrijednosti kapitala, metoda tržišnog pristupa — Cijena udjela na internoj burzi, zatim metoda tržišnog pristupa — Omjer cijene dionice i knjigovodstvene vrijednosti dionice te metode Diskontiranih novčanih tijekova (DNT) primijenjene na razini Društva.

Napominjemo da su projekcije na razini Društva izvršene na temelju revidiranih informacija za 2019. godinu za Društvo. Polaznu osnovu procjene predstavljali su Financijski izvještaji za 2018. i 2019. godinu nerevidirani podaci za 1-6.2020. godine te Planovi za period od 2020. do 2025. godine za Društvo. Napominjemo kako napravljeni plan uključuje utjecaje prouzrokovane COVID-om 19, što značajno utječe na rezultate po DNT metodi.

Napominjemo da su financijski izvještaji, koji su nam dostavljeni za Društvo za prethodne godine, bili revidirani.

Izvještaj i analize u procjeni se temelje na pretpostavci da su informacije dostavljene od Klijenta i prikupljeni sa javno dostupnih mjesta točne i kompletne, u skladu s trenutnim saznanjima.

3. Neto vrijednost imovine – učešće 10%

3. Neto vrijednost imovine – knjigovodstvena vrijednost kapitala

METODOLOGIJA

Pregled

- Neto vrijednost imovine Društva je ukupna vrijednost imovine Društva umanjena za obveze Društva.
- Neto vrijednost imovine po dionice Društva jest neto vrijednost imovine Društva razmjerno raspoređena na svaku izdanu dionicu Društva u trenutku izračuna neto vrijednosti imovine.
- Neto vrijednost imovine Društva izračunava se kvartalno na temelju procjene ukupne imovine uz odbitak obveza. Metode procjene i utvrđivanja neto vrijednosti imovine u skladu su s Međunarodnim standardima financijskog izvješćivanja i pozitivnim propisima Republike Hrvatske.

KNJIGOVODSTVENA VRIJEDNOST

Opis	30.06.2020.	01.01.2020.	prepravljeno 31.12.2018.
Upisan temeljni kapital	103.144.000	103.144.000	103.144.000
Kapitalne pričuve	-	-	-
Rezerve iz dobiti	216.263	216.263	216.263
Revalorizacijske pričuve	-	-	-
Akumulirani gubitak	(70.936.523)	(70.936.523)	(74.061.299)
Dobit tekućeg razdoblja razdoblja	(10.832.391)	6.496.218	3.124.776
Kapital i rezerve	21.591.349	38.919.958	32.423.740
Broj dionica	515.720	515.720	515.720
Vrijednost dionice - po višekratniku 100	42	75	63

4. Tržišna vrijednost – učešće 50%

4. Tržišna vrijednost

METODOLOGIJA

Pregled

- Ova metoda procjenjuje vrijednost Društva bazirano na cijenama dionica Društva na Zagrebačkoj burzi u periodu između 01. srpnja 2019. godine i 30. lipnja 2020. godine
- U promatranom periodu od posljednjih godinu dana vrijednost po dionici Društva kretala se u rasponu između 410,00 kuna po dionici do 250,00 kuna po dionici.
- Ponderirana prosječna vrijednost po dionici Društva, od 1. srpnja 2019. godine do 30. lipnja 2020. godine, iznosila je HRK 299,00.

TRŽIŠNA VRIJEDNOST - ponder 07.19-06.20 g

Opis

Tržišna cijena

30.06.2020.

299

* - prosječnu ponderiranu tržišnu vrijednost za razdoblje 07.2019.-06.2020. godine

4. Tržišna vrijednost

Prednosti i nedostaci

Prednosti primjene metode Tržišne vrijednosti su slijedeće:

- Uzima u obzir očekivanja investitora na tržištima kapitala te reflektira procjene vrijednosti više kupaca i prodavatelja;
- Vrijednost dokapitalizacije Društva odražava stvarne aktualne financijske rezultate;
- Daje vrijednost manjinskog udjela u Društvu;

Nedostaci primjene ove metode jesu:

- Nema značajnijeg prometa dionica Društva u promatranom periodu.

S obzirom na opisane prednosti i nedostatke, oslanjali smo se na ovu metodu procjene, prilikom utvrđivanja primjerene vrijednosti dionica, u visini učešća od 50%.

5. Tržišni pristup metoda usporedivih transakcija – učešće 20%

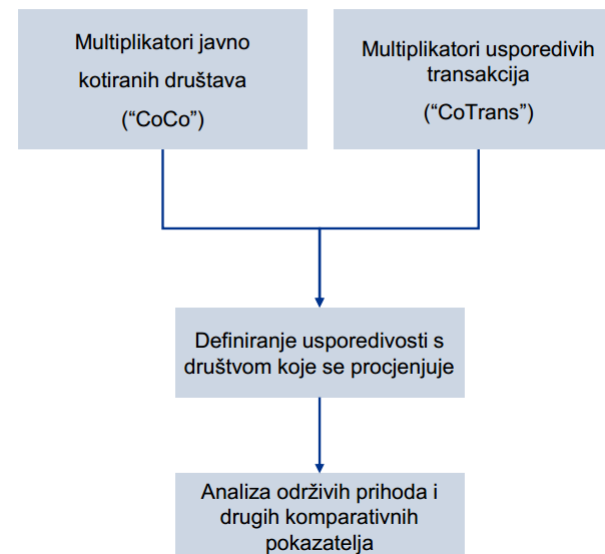
5. Tržišni pristup metoda usporedivih transakcija

METODOLOGIJA

Pregled

- ❑ Tržišni pristup temelji se na multiplikatorima dobivenim iz analize kompanija čije dionice kotiraju na uređenim tržištima kapitala i/ili tržišnih transakcija (odnosu kupo-prodaja kompanija).
- ❑ Ova metoda bi se u teoriji trebala smatrati najprikladnijom. Međutim, u praksi je teško odrediti usporedive transakcije ili usporedive kompanije zbog često limitiranih mogućnosti otkrivanja uvjeta transakcije koji mogu značajno utjecati na plaćenu cijenu. Osim toga, kompanije čije dionice kotiraju na tržištima kapitala se razlikuju od subjekata koji se analiziraju u pogledu veličine poslova, područja rada i/ili drugih specifičnih parametara.
- ❑ Rezultati dobiveni tržišnim pristupom trebaju se pažljivo analizirati i uskladiti ukoliko je potrebno kako bi osigurali što veću usporedivost s društvom koje je predmet procjene vrijednosti. Takve usklade često uključuju priznavanje premije za kontrolni paket i premije za potencijalnu sinergiju koja se uobičajeno plaća prilikom transakcija koje uključuju pripajanje većinskih udjela. Ovisno o prirodi subjekta koji se analizira, takva priznanja se mogu često dati i ostalim faktorima, uključujući manjinski diskont svojstven cijenama vrijednosnica javnih kompanija i tome što javne kompanije imaju olakšan pristup izvorima financiranja.
- ❑ Tržišni pristup ima i određena ograničenja, kao što je gore navedeno. Međutim, oprezna primjena može omogućiti razuman raspon vrijednosti za društvo, koji omogućuje usporedbu s rezultatima dobivenim primjenom primarne metode procjene vrijednosti (DNT metoda).
- ❑ Za svrhu procjene vrijednosti, naš pristup temeljio se na odabiru kompanija koje pružaju usporedive usluge kao i Društvo.
- ❑ Kako bi identificirali multiplikatore koristili smo tržišne podatke iz javno dostupnih izvora (Thomson Reuters, Damodoran, ZSE, Javni registri, Internet).

Usporedne vrijednosti na tržištu



Tržišni pristup se temelji na multiplikatorima koji su postignuti kao rezultat analize društava koja kotiraju na burzama i transakcijama u relevantnom sektoru.

Najveća poteškoća tržišnog pristupa je pronalaženje stvarno usporedivih društava te usporedivih tržišta na kojima ona posluju.

5. Popratna analiza tržišna metoda

Usporedive transakcije

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	Prosjek 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
RIVP-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
Prosjek								0,98	0,90	0,94



USPOREDNA VRIJEDNOST

Opis

P/B - pokazatelj - Hoteli Maestral d.d.

P/B - pokazatelj globalno - <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

P/B - prosjek RH - tržište

Prema P/B - Damodoran Global Market

Prema P/B - RH - tržište

30.06.2020.

6,38
2,75
0,98
115
41

S obzirom na djelatnost, uzeli smo u obzir pokazatelj P/B - Omjer cijene dionice i knjigovodstvene vrijednosti dionice (eng. Price to Book ratio — P/B) te smo izvršili usporedbu sa sličnim društvima na području Istre i Dalmacije

6. Prihodovna metoda – postotak učešća od 20%

6. Prihodovna metoda

METODOLOGIJA

Pregled

- DNT metoda procjene vrijednosti uzima u obzir vrijednost društva koja je jednaka neto sadašnjoj vrijednosti svih budućih slobodnih novčanih tokova generiranih za dioničare uvećano za vrijednost (dodatne) imovine koja se ne koristi u poslovnim aktivnostima. Sadašnja vrijednost slobodnih novčanih tokova izvedena je korištenjem diskontne stope koja je jednaka očekivanoj stopi prinosa investitora.
- Procjena vrijednosti temeljena na DCF metodi za Društvo sadrži sljedeće procedure:
 - Projekciju slobodnih novčanih tokova generiranih za dioničare tijekom vremenskog razdoblja trajanja 5 godine (odnosno do 2025.);
 - Izračun diskontne stope koja reflektira očekivanu stopu prinosa investitora temeljene na nerizičnoj stopi usklađenoj za rizik investicije;
 - Izračun sadašnje vrijednosti novčanih tokova koristeći odabranu diskontnu stopu; i,
 - Usklađenje dobivene vrijednosti za specifičnosti određene investicije. Kontrolni udjel u društvu podrazumijeva premiju na dobivenu cijenu društva dok manjinski udjel podrazumijeva dodatni popust na vrijednost dobivenu iz modela. Isto tako, može se uračunati popust na neutrživost dionica.

Projekcije novčanog toka

- Slobodni novčani tokovi dostupni dioničarima se izračunavaju na sljedeći način:

Dobit nakon poreza

Plus: ne-novčane stavke (npr. amortizacija)

Plus/Minus: uplate/isplate iznosa financiranja

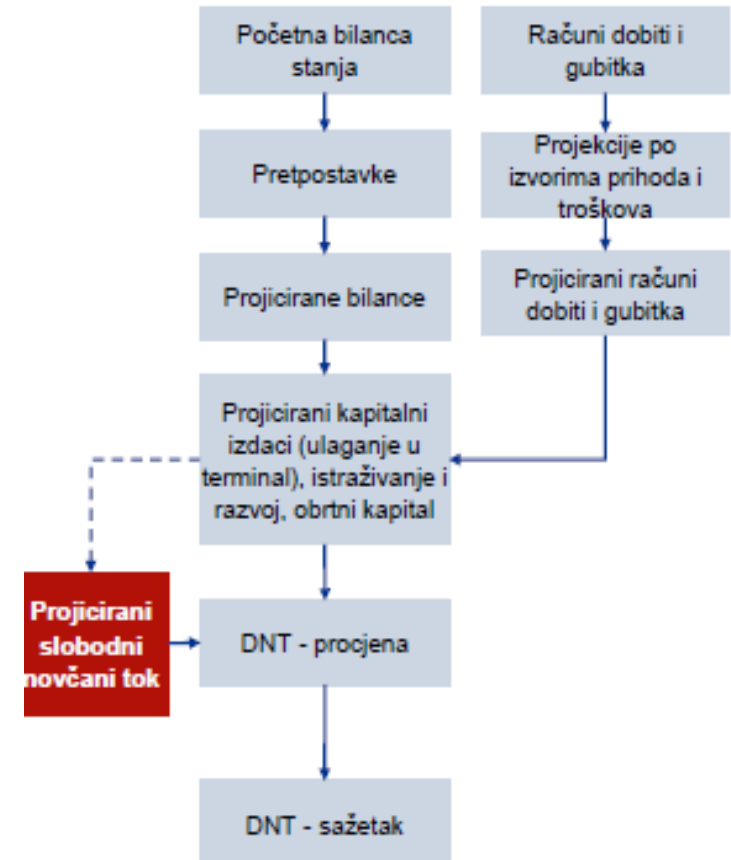
Minus: kapitalne investicije (npr. investicije u dugotrajnu imovinu)

Slobodni novčani tok

Preostala Vrijednost (Terminal Value)

- S obzirom da je razdoblje do 2025. godine, koristili smo metodu rezidualne vrijednosti Društva.

Diskontirani novčani tok (DNT)



6. Prihodovna metoda

DISKONTNA STOPA / STOPA PRINOSA

Weighted Average Cost of Capital ("WACC")

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

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

gdje:

- w_e - predstavlja ciljani udio vlasničkog kapitala (equity) u strukturi financiranja Društva
- w_d - 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 (18% dan procjene vrijednosti);

Trošak kapitala (Cost of equity)

- ❑ Za potrebe aproksimacije troška kapitala, korišten je Capital Asset Pricing Model (CAPM) koristeći sljedeću formulu:

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

gdje:

- **RFR** je bez rizična kamatna stopa u nominalnim iznosima izračunata kao prosječni povrat na dugoročne obveznice Republike Hrvatske u eurima sa dospelom do 2030. godini 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 nismo utvrdili betu usporedivih kompanija korištena je beta u vrijednosti **0,86**. Naveden betu smo uskladili 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 smo obračunali premiju rizika za Hrvatsku odnosno CDS spread **od 5,48% što rezultira u trošku kapitala tržišta od 11,49%**

- ❑ Temeljem navedenog, trošak kapitala Društva je procijenjen na razini od **30,79%**.

6. Prihodovna metoda

DISKONTNA STOPA / STOPA PRINOSA (nastavak)

Trošak duga (Cost of debt)

- Za potrebe izračuna diskontne stope (WACC-a), korištena je prosječna kamatna stopa na dug Društva, uključujući obveze po kreditima
- Kao rezultat, trošak duga Društva je procijenjen na razini od **4,43% godišnje**.

Realna diskontna stopa

- Izračunom je dobiveno da WACC iznosi **11,36%**.

Izračun diskontne stope (WACC)

Dugoročna obveznica RH	1,31%	Prinos na dugoročne obveznice sa dospeljem 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	$\beta_L = \beta_u \cdot (1 + D^* (1 - \text{Tax})) / E$
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%	$\text{ERP}(\text{RH}) = \text{ERP}(\text{razvijeno tržište}) + \text{CDS spread}(\text{RH})$
Trošak kapitala ("CoE")	30,79%	$\text{CoE} = \text{RFR} + \beta \cdot \text{ERP} + \text{SP}$
Trošak duga ("CoD")	4,43%	Prosječni trošak duga Društva
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% $W_e \cdot \text{CoE} + W_d \cdot \text{CoD} \cdot (1 - \text{Tax})$

7. Profil procijenjenog Društva i prihodovni pristup

7. Profil procijenjenog Društva i prihodovni pristup

Diskontna stopa (WACC)	Vrijednost biznisa 2020-2025	Diskontirana terminalna vrijednost ²			Ukupna vrijednost biznisa ⁶			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%)	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.)

8 Neto dug = kratkoročni dug + dugoročni dug - gotovina

9 Tržišna vrijednost neoperativne imovine

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

Projekcija novčanog toka

- 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.

- Isto tako napravljena je usklada za tržišnu vrijednost neoperativne imovine Društva u iznosu 881 tisuće kuna.
- Na ovaj je 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**.