

Projekt Fjord

Izvještaj o procjeni vrijednosti – Final

12. svibnja 2023.



Uvodno pismo

Andrija Garofulić, ACCA, Ovlašteni
procjenitelj
Partner

Financial Advisory
M: +385 (0) 99 653 6828
E: andrija.garofulic@mazars.hr

Lovre Botica, CFA, Ovlašteni procjenitelj
Director

Financial Advisory
M: +385 (0)99 349 7360
E: lovre.botica@mazars.hr

Dinko Kraljević, Ovlašteni procjenitelj
Supervisor

Financial Advisory
M: +385 (0)99 4952 729
E: dinko.kraljevic@mazars.hr

n.p. g. Dorian Host
ARRIVA Hrvatska d.o.o.
Ulica Svetog Leopolda Bogdana Mandića 33
31 000 Osijek,
Hrvatska

Poštovani gospodine Host,

U skladu s opsegom posla kako je definiran Ugovorom o uslugama savjetovanja, izvršili smo procjenu vrijednosti društva Panturist d.d. (u nastavku „Panturist” ili „Društvo”). Svrha našeg angažmana je asistencija društvu ARRIVA Hrvatska d.o.o. (u nastavku “Klijent” ili “ARRIVA”) pri određivanju primjerene otpremnine u novcu koju treba isplatiti manjinskim dioničarima Društva. Naše izvješće se ne smije smatrati savjetom za ulaganje ili transakciju i stoga ne preuzimamo odgovornost za bilo kakve financijske odluke na temelju ovog izvješća. Ovo izvješće je pripremljeno za potrebe Klijenta i njegovih povezanih osoba, odnosno za potrebe procesa istiskivanja manjinskih dioničara, što podrazumijeva sudske potrebe i javnu objavu na web stranici Klijenta. Bez pisanog odobrenja od naše strane, izvještaj ne može koristiti bilo koja treća osoba. Bilo koja treća osoba koja se pozove na ovaj izvještaj koristi isti na vlastitu odgovornost.

Skrećemo pozornost na bitne komentare vezane uz opseg i ograničenja našeg rada koje su navedene u Uvodu ovog izvještaja.

Andrija Garofulić,
Partner

Kratice korištene u izvještaju

▪ AVR	Aktivna vremenska razgraničenja	▪ NOPLAT	Operativna dobit korigirana za porez
▪ β	Beta	▪ n.p.	Nije primjenjivo
▪ BDP	Bruto domaći proizvod	▪ PDV	Porez na dodanu vrijednost
▪ CAGR	Prosječna složena godišnja stopa rasta	▪ PP	Poslovni prihodi
▪ CAPEX	Ulaganje u dugotrajnu imovinu (kapitalna ulaganja)	▪ PVR	Pasivna vremenska razgraničenja
▪ DCF model	Model diskontiranih novčanih tokova	▪ p.b.	Postotni bod
▪ DI	Dugotrajna imovina	▪ QoE	Kvaliteta zarada (korekcija)
▪ DNP	Dani naplate potraživanja	▪ QoND	Kvaliteta neto duga (korekcija)
▪ DPD	Dani plaćanja dobavljačima	▪ QoNOA	Kvaliteta neoperativne imovine (korekcija)
▪ DVZ	Dani vezivanja zaliha	▪ QoWC	Kvaliteta radnog kapitala (korekcija)
▪ Društvo ili Panturist	Panturist d.d.	▪ RDG	Račun dobiti i gubitka
▪ EBIT	Dobit prije kamata i poreza	▪ RH	Republika Hrvatska
▪ EBITDA	Dobit prije kamata, poreza i amortizacije	▪ SKDD	Središnje klirinško depozitarno društvo
▪ EV	Enterprise value (operativna vrijednost Društva)	▪ t	Porezna stopa
▪ FCFF	Slobodni novčani tok poduzeću	▪ TV	Terminalna vrijednost
▪ FED	Federalne rezerve	▪ VU	Vrijednosno usklađenje
▪ g	Stabilna stopa rasta	▪ XX m/k HRK	milijuni / tisuće hrvatskih kuna
▪ GICS	Globalni standard za klasifikaciju industrije	▪ WACC	Ponderirani prosječni trošak kapitala
▪ HNB	Hrvatska Narodna Banka	▪ ZSE	Zagrebačka burza
▪ HRK	Hrvatska kuna		
▪ Izvještaj	Izvještaj o procjeni vrijednosti društva Panturist d.d.		
▪ Menadžment	Dorian Host		
▪ n.a.	Nije dostupno		

Preambula

Procjena vrijednosti

Opseg posla

Implicirana vrijednost vlasničkog kapitala Društva je procijenjena pod pretpostavkom neograničenosti poslovanja Društva primjenom metode diskontiranih novčanih tokova („DCF metoda“). Dodatno, procijenili smo vrijednost vlasničkog kapitala Društva i metodom multiplikatora. S obzirom na ograničenja metode multiplikatora (u praksi je teško odrediti usporedive transakcije ili usporediva poduzeća zbog često limitiranih mogućnosti otkrivanja uvjeta transakcije koji mogu značajno utjecati na plaćenu cijenu), procijenjenu vrijednost metodom multiplikatora usporedivih transakcija potrebno je promatrati samo kao indikativnu. Kao datum procjene uzet je 31.12.2022. godine, pri čemu su uzete u obzir prognoze OECD-a i povijesni normalizirani financijski podaci.

Izračunata vrijednost se temelji na određenim pretpostavkama koje navodimo u nastavku ovog Izvještaja. Samim time, izračunata vrijednost je točna samo ako se promatra u korelaciji s iznijetim pretpostavkama. Promjena bilo koje pretpostavke može značajno utjecati na vrijednost procjene. Iz navedenih razloga ne izražavamo mišljenje u kojoj mjeri stvarni postignuti rezultati odgovaraju onima predviđenim u financijskim projekcijama.

Napominjemo kako u sklopu procjene vrijednosti nismo proveli reviziju Društva niti nezavisnu provjeru ili verifikaciju podataka iz javno dostupnih izvora, uključujući i informacije u vezi sa očekivanim kretanjima na tržištu na datum procjene. Nadalje, napominjemo kako smo u sklopu ove procjene vrijednosti pretpostavili kako je sva dokumentacija koja je dostupna ili se tiče Društva vjerodostojna, odnosno nismo provjeravali vjerodostojnost izvora informacija putem provjere kroz nezavisne izvore. Stoga je značajna mogućnost da ovaj Izvještaj nije identificirao sva pitanja od značaja za Klijenta prilikom donošenja relevantnih poslovnih odluka.

Rezultati u ovom Izvještaju predstavljaju mišljenje procjenitelja nakon obrade podataka prema metodologiji dostupnoj na datum indikativne procjene vrijednosti. Primijenili smo profesionalno znanje i iskustvo u prikupljanju točnih i potpunih podataka u skladu s važećim profesionalnim standardima

Metodologija

Za potrebe ovog Izvještaja, vrijednost vlasničkog kapitala Društva je određena na temelju dvije metode: (i) statička metoda (metoda neto imovine), (ii) DCF metoda. Metoda multiplikatora primijenjena je kao sekundarna metoda procjene vrijednosti.

Metodu neto imovine (statička metoda) predstavlja iznos koji bi trebao ostati dioničarima na raspolaganju, u slučaju da je sva imovina Društva prodana, a sve obveze Društva podmirene, odnosno vrijednost kapitala utvrđena statičkom metodom predstavlja tržišnu vrijednost imovine Društva umanjenu za tržišnu vrijednost obveza Društva

Metoda diskontiranih novčanih tokova temelji se na budućim slobodnim novčanim tokovima poduzeću koji su svedeni na datum procjene vrijednosti odnosno 31. prosinac 2022. godine. Slobodni novčani tokovi su projicirani za period od 01. siječnja 2023. godine do 31. prosinca 2027. godine na temelju projekcija i naše analize.

Metodu multiplikatora usporedivih transakcija smo, uslijed značajnih ograničenja iste (nemogućnost pronalaska direktno usporedivih društava, limitiranih mogućnosti otkrivanja uvjeta transakcije koji mogu značajno utjecati na plaćenu cijenu i sl.), primijenili samo kao sekundarnu (indikativnu) metodu procjene vrijednosti, odnosno za informativne svrhe.

Konačna vrijednost vlasničkog kapitala dobivena iz korištenih metoda odnosi se na statičku vrijednost Društva budući da ista maksimizira bogatstvo dioničara Društva.

Preambula

Procjena vrijednosti

Svrha procjene i zakonski okvir	Izveštaj o procjeni vrijednosti Društva napravljen je za potrebe glavne skupštine Društva. Svrha procjene vrijednosti Društva i Izveštaja je asistencija Klijentu, kao glavnom dioničaru Društva, za određivanje primjerene otpremnine u novcu koji treba isplatiti manjinskim dioničarima Društva. Sukladno članku 300.g, stavku 1. ZTD-a, 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. Sukladno članku 300.h, stavku 2. ZTD-a, u glavni dioničar mora glavnoj skupštini podnijeti pisano izvješće i u njemu iznijeti pretpostavke za prijenos dionica te obrazložiti primjerenost otpremnine koju mora isplatiti u novcu. Primjerenost otpremnine moraju ispitati jedan ili više vještaka.
Izvori podataka	Za potrebe procjene vrijednosti Društva imali smo na raspolaganju sljedeće izvore podataka: - Izvori od strane Društva – (i) bruto bilance na dan 31.12.2021. i 31.12.2022. godine, (ii) popratne analitičke dokumente Društva, (iii) elaborati o izvršenoj procjeni vrijednosti nekretnina izrađenim od strane tvrtke vještaka M-ING d.o.o. i transportnih sredstava izrađenim od strane g. Željka Cvijaničevića, ovlaštenog sudskog vještaka za cestovni promet i procjenu motornih vozila, (iv) poslovni plan Društva, (v) dodatne informacije Menadžmenta. - Neovisni vanjski izvori – (i) European Economic Forecast, Winter 2023, (ii) podaci s Duff and Phelps, Cost of Capital Navigator, (iii) statistički podaci HNB-a, (iv) statistički podaci FED-a, (v) podaci s Damodaran Online, (vi) Mergermarket- baza podataka o transakcijama preuzimanja, (vii) S&P Capital IQ baza podataka.
Kvaliteta podataka	Naša analiza je ograničena i ovisna o kvaliteti i dostupnosti podataka koje smo koristili. Obzirom da naš posao uključuje analizu povijesnog poslovanja i finansijskih izvještaja te projekcije budućeg poslovanja, nismo provodili reviziju u skladu s opće prihvaćenim revizorskim standardima. Sukladno tome, ne preuzimamo nikakvu odgovornost i ne iznosimo stavove vezane za točnost i potpunost dobivenih informacija niti izdajemo ikakvo uvjerenje u tom smislu. Primijenili smo profesionalno znanje i iskustvo u prikupljanju točnih i potpunih podataka u skladu s važećim profesionalnim standardima.

Preambula

Procjena vrijednosti

Izvori podataka

Za potrebe procjene vrijednosti Društva imali smo na raspolaganju sljedeće izvore podataka:

- Izvori od strane Društva – (i) bruto bilance na dan 31.12.2021. i 31.12.2022. godine, (ii) popratne analitičke dokumente Društva, (iii) elaborati o izvršenoj procjeni vrijednosti nekretnina i transportnih sredstava, (iv) dodatne informacije Menadžmenta.
- Neovisni vanjski izvori – (i) European Economic Forecast, Winter 2023, (ii) podaci s Duff and Phelps, Cost of Capital Navigator, (iii) statistički podaci HNB-a, (iv) statistički podaci FED-a, (v) podaci s Damodaran Online, (vi) Mergermarket- baza podataka o transakcijama preuzimanja, (vii) S&P Capital IQ baza podataka.

Kvaliteta podataka

Naša analiza je ograničena i ovisna o kvaliteti i dostupnosti podataka koje smo koristili.

Obzirom da naš posao uključuje analizu povijesnog poslovanja i finansijskih izvještaja te projekcije budućeg poslovanja, nismo provodili reviziju u skladu s opće prihvaćenim revizorskim standardima. Sukladno tome, ne preuzimamo nikakvu odgovornost i ne iznosimo stavove vezane za točnost i potpunost dobivenih informacija niti izdajemo ikakvo uvjerenje u tom smislu.

Primijenili smo profesionalno znanje i iskustvo u prikupljanju točnih i potpunih podataka u skladu s važećim profesionalnim standardima.

Contents

01	Izvršni sažetak	8
02	Općenito o Društvu	20
03	Kvaliteta neto zarada	23
04	Kvaliteta neto imovine	29
05	Poslovni plan	37
06	Procjena vrijednosti DCF metodom	40
07	Procjena vrijednosti metodom multiplikatora	43
08	Procjena vrijednosti metodom neto imovine	45
	Prilozi	48



Izvršni sažetak

1.a	Mišljenje o fer vrijednosti dionice Društva	9
1.b	Ključni financijski pokazatelji	12
1.c	Izvršni sažetak	13



Mišljenje o fer vrijednosti dionice Društva

Mišljenja smo da fer vrijednost dionice Društva iznosi 1,7 HRK / EUR 0,22. (1/3)

Metode procjene

DCF metoda

- **DCF metoda predstavlja dinamičku metodu procjene poduzeća**, a suština iste je da svako poduzeće vrijedi onoliko koliko vrijede budući novčani tokovi koje će to poduzeće generirati. Dodatno, navedena metoda se temelji na going-concern konceptu vrijednosti, odnosno konceptu vrednovanja poduzeća s pretpostavkom vremenski neograničenog poslovanja.
- Cilj metode je odrediti **intrinzičnu vrijednost poduzeća** (vrijednost bazirana na fundamentalnoj analizi – analiza imovine i sposobnosti zarađivanja poduzeća). Ista se može razlikovati od računovodstvene ili sadašnje tržišne vrijednosti (cijena dionice na organiziranom tržištu).
- Vrijednost poduzeća se utvrđuje sumom sadašnjih vrijednosti budućih **slobodnih novčanih tokova** koje će poduzeće generirati a isti će se svesti na sadašnju vrijednost putem riziku prilagođene diskontne stope – **trošak kapitala** poduzeća (u nastavku „WACC“). WACC predstavlja oportunitetni trošak Društva. Na taj način, trošak kapitala uvažava i vremensku preferenciju novca i preuzete rizike vlasnika Društva.
- S obzirom da novčane tokove planiramo do određene vremenske točke u budućnosti (najčešće planiramo novčane tokove za 5 razdoblja), potrebno je nakon 5 razdoblja utvrditi **terminalnu (rezidualnu) vrijednost** koju računamo na temelju Gordonove formule konstantnog rasta.

Metoda neto imovine (statička metoda)

- **Metoda neto imovine** se uglavnom bazira na procjeni vrijednosti dugotrajne materijalne imovine, utrživosti kratkotrajne imovine, tržišnoj vrijednosti obveza i izvanbilančnih obveza (ako iste postoje i/ili se mogu utvrditi), odnosno razlici tržišne vrijednosti imovine/obveza i njihove knjigovodstvene vrijednosti. Samim time, predmetna metoda se temelji na razlici tržišne vrijednosti imovine i obveza Društva

Metoda multiplikatora

- Pri procjeni vrijednosti putem metode **multiplikatora usporedivih transakcija** koriste se informacije vezane uz nedavno zaključene transakcije preuzimanja sličnih poduzeća kako bi se utvrdila vrijednost mete prilikom preuzimanja. Metoda multiplikatora usporedivih transakcija pretpostavlja da bi se poduzeća unutar iste industrije u transakcijama s promjenom kontrole (ali ne i likvidacijom) trebala prodavati po istim relativnim vrijednostima, mjeranim multiplikatorima na njihove financijske pokazatelje.
- Najčešće korišteni multiplikatori kod metode usporedivih transakcija su:
 - Operativna vrijednost društva / Dobit prije kamata, poreza i amortizacije („EV / EBITDA“);
 - Operativna vrijednost društva / Poslovni prihodi.
- Operativnu vrijednost društva predstavlja tržišna kapitalizacija (tržišna vrijednost običnih dionica), umanjena / uvećana za iznos neto duga / novca. Neto dug predstavlja vrijednost duga umanjen za vrijednost novčanih sredstava pod pretpostavkom da je dug veći od novčanih sredstava. Ako je vrijednost novčanih sredstava veća od vrijednosti duga tada isto predstavlja vrijednost neto novca (novac – dug).
- Metoda multiplikatora, tj. tržišni pristup, zasniva se na multiplikatorima koji su postignuti kao rezultat tržišnih transakcija, međutim, u praksi je teško odrediti usporedive transakcije ili usporediva poduzeća zbog često limitiranih mogućnosti otkrivanja uvjeta transakcije koji mogu značajno utjecati na plaćenu cijenu. **Uslijed svojih ograničenja, ova metoda se koristiti samo kao indikacija, odnosno sekundarna (pomoćna) metoda procjene vrijednosti.**

Mišljenje o fer vrijednosti dionice Društva

Mišljenja smo da fer vrijednost dionice Društva iznosi 1,7 HRK / EUR 0,22. (2/3)

Projek Fjord - Vrijednost vlasničkog kapitala - sažetak

Metoda	Operativna vrijednost (EV)	Implicirani EV / EBITDA (2022.)	Neto dug	Raspon vrijednosti vlasničkog kapitala	Srednja vrijednost vlasničkog kapitala	Raspon vrijednosti dionice Društva	Srednja vrijednost dionice Društva
Neto imovina	85 658k HRK	7,8x	(74 882)k HRK	n.a.	10 776k HRK	n.a.	1,7 HRK / EUR 0,22
DCF	79 826k HRK	7,3x	(74.846)k HRK	0 HRK do 18,2mHRK	4 979k HRK	0 HRK do 2,85 HRK	0,8 HRK / EUR 0,10
Metoda multiplikatora	60 608k HRK	5,5x	(74.846)k HRK	n.a.	0 HRK	n.a.	0 HRK

Izvor: Bruto balance, Informacije Menadžmenta, Mazars analiza

Metodologija

- Za potrebe ovog Izvještaja, vrijednost vlasničkog kapitala Društva određena je na temelju metode koja maksimizira bogatstvo dioničara. Samim time procjena je izvršena na temelju **metode neto imovine** (statička metoda) koja se temelji na razlici tržišne vrijednosti imovine i obveza Društva na određeni datum (31.12.2022. godine).
- **DCF metoda** (dinamička metoda) temelji se na budućim slobodnim novčanim tokovima poduzeću koji su svedeni na datum procjene vrijednosti odnosno 31.12.2022. godine, s obzirom da su nam tada bili zadnje dostupni financijski izvještaji. Slobodni novčani tokovi su projicirani za period od 01. siječnja 2023. godine do 31.12.2027. godine na temelju poslovnog plana Društva i naše analize.
- **Metodu multiplikatora** usporedivih transakcija smo, uslijed značajnih ograničenja iste (nemogućnost pronalaska direktno usporedivih društava, limitiranih mogućnosti otkrivanja uvjeta transakcije koji mogu značajno utjecati na plaćenu cijenu i sl.), primijenili samo kao sekundarnu (indikativnu) metodu procjene vrijednosti, odnosno za informativne svrhe.

Mišljenje o fer vrijednosti dionice Društva

Procjena vrijednosti metodom neto imovine Društva

- Primjenom metode neto imovine proizlazi da operativna vrijednost imovine Društva na 31.12.2022. godine iznosi 85,7m HRK. Nakon korekcije operativne vrijednosti za neto dug, proizlazi da implicirana vrijednost vlasničkog kapitala na 31.12.2022. godine iznosi 10,8m HRK. Dijeljenjem implicirane vrijednosti vlasničkog kapitala s ukupnim brojem dionica (6.376.880) dolazi se do implicirane cijene po dionici u iznosu od **1,7 HRK / EUR 0,22**.

Procjena vrijednosti DCF metodom

- Primjenom DCF metode proizlazi da operativna vrijednost imovine Društva na 31.12.2022. godine iznosi 79,8m HRK. Nakon korekcije operativne vrijednosti za neto dug, proizlazi da implicirana vrijednost vlasničkog kapitala na 31.12.2022. godine iznosi 5,0m HRK. Dijeljenjem implicirane vrijednosti vlasničkog kapitala s ukupnim brojem dionica (6.376.880) dolazi se do implicirane cijene po dionici u iznosu od **0,8 HRK / EUR 0,10**.

Mišljenje o fer vrijednosti dionice Društva

Mišljenja smo da fer vrijednost dionice Društva iznosi 1,7 HRK / EUR 0,22. (3/3)

Projek Fjord - Vrijednost vlasničkog kapitala - sažetak

Metoda	Operativna vrijednost (EV)	Implicirani EV / EBITDA (2022.)	Neto dug	Raspon vrijednosti vlasničkog kapitala	Srednja vrijednost vlasničkog kapitala	Raspon vrijednosti dionice Društva	Srednja vrijednost dionice Društva
Neto imovina	85 658k HRK	7,8x	(74 882)k HRK	n.a.	10 776k HRK	n.a.	1,7 HRK / EUR 0,22
DCF	79 826k HRK	7,3x	(74.846)k HRK	0 HRK do 18,2mHRK	4 979k HRK	0 HRK do 2,85 HRK	0,8 HRK / EUR 0,10
Metoda multiplikatora	60 608k HRK	5,5x	(74.846)k HRK	n.a.	0 HRK	n.a.	0 HRK

Izvor: Bruto bilance, Informacije Menadžmenta, Mazars analiza

Mišljenje o fer vrijednosti dionice Društva (nastavak)

Procjena vrijednosti metodom multiplikatora usporedivih transakcija

- Na temelju medijana multiplikatora EV / EBITDA te EBITDA-e iz 2022. godine, operativna vrijednost Društva iznosi 60,6m HRK. Nakon korekcije iste za neto dug, vrijednost vlasničkog kapitala iznosi **0 HRK**, odnosno nema vrijednost budući da je neto dug veći od operativne vrijednosti Društva.
- S obzirom na svoja **ograničenja** (u praksi je teško odrediti usporedive transakcije ili usporediva poduzeća zbog često limitiranih mogućnosti otkrivanja uvjeta transakcije koji mogu značajno utjecati na plaćenu cijenu), **procijenjenu vrijednost metodom multiplikatora usporedivih transakcija potrebno je promatrati samo kao indikativnu metodu procjene, odnosno za informativne svrhe.**

Generalni zaključak

- Sukladno našem mišljenju i svemu prethodno navedenom, **konačna vrijednost koja bi trebala predstavljati fer vrijednost dionice Društva je vrijednost dobivena metodom neto imovine** budući da ista maksimizira bogatstvo dioničara Društva. Indikativna vrijednost Društva procijenjena DCF metodom manja je nego li metodom neto imovine dok je procjenu vrijednosti metodom multiplikatora potrebno promatrati samo kao indikativnu.
- Prema tome, sukladno našem mišljenju te provedenoj analizi, **fer vrijednost dionice Društva iznosi 1,7 HRK odnosno EUR 0,22.**

Ključni financijski pokazatelji

Norm. prihodi FG22	Normalizirana EBITDA FG22	Norm. neto dug 31.12.2022.	Norm. radni kapital 31.12.2022.	Norm. neto imovina 31.12.2022.
66,3m HRK	47,1m HRK	74,8m HRK	1,1m HRK	8,1m HRK
<i>Rast od 34,9% u odnosu na FG21</i>	<i>Normalizirana marža iznosi 15,1% u FG22</i>	<i>929% neto imovine na 31.12.2022.</i>	<i>Udio radnog kapitala u prihodima od prodaje je 1,7%</i>	<i>Pad od 40,3% u odnosu na 31.12.2021.</i>
- Prihodi od prodaje u najvećoj mjeri se odnose na prihode od prijevoza (79%) koji se odnose na linijski prijevoz putnika, poseban linijski prijevoz učenika i radnika te povremeni prijevoz putnika. Prihodi od prodaje turističkih aranžmana iznose 17% prihoda od prodaje, prihodi od kolodvorskih usluga čine 3% prihoda od prodaje dok se ostali prihodi od prodaje odnose na servisne usluge autobusa i iznose 1% prihoda od prodaje. - Društvo je u promatranom razdoblju ostvarilo rast prihoda od prodaje od 34,9% uslijed djelomičnog oporavka tržišta prijevoza putnika koje je zabilježilo značajan pad uslijed Covid19 pandemije u odnosu na predpandemijsku 2019. godinu.	- Izveštajna EBITDA marža iznosi 14,0% u FG22 te je usklađena za prihode od Covid19 potpora i subvencija za gorivo i plin te s njima povezanim troškovima (bez utjecaja na EBITDA-u), prihode od ukidanja rezerviranja i povezane troškove te za jednokratne događaje poput prodaje dugotrajne imovine, vrijednosnih usklađenja i prihode po sudskim rješenjima koji nisu dio operativne djelatnosti Društva. - Pad EBITDA marže u FG22 u odnosu na prethodnu godinu ponajviše je uzrokovanom ukidanjem mjera smanjenja plaća djelatnicima uslijed Covid19 krize te rast plaća istima s ciljem zadržavanja djelatnika.	- Izveštajni neto dug iznosi 87,0m HRK na 31.12.2022 - Izveštajni neto dug je usklađen za potraživanja od države za subvencije i potpore, rezerviranja za sudski spor, dobavljače dugotrajne imovine te za potraživanja prema povezanom društvu starija od 90 dana budući da smo mišljenja kako se ista mogu tretirati kao financiranje povezanog društva. - Financijske obveze se odnose na dugoročne zajmove i Cash pool zajmove od matične Deutsche Bahn grupacije te na 31.12.2022. godine iznose 98,7m HRK.	- Normalizirani radni kapital u FG22 manji je od izveštajnog ponajviše uslijed korekcija za potraživanja prema povezanom društvu, koja su starija od 90 dana, u iznosu od 10,9m HRK budući da Društvo nema takve komercijalne uvjete s drugim kupcima te smo mišljenja kako navedena potraživanja treba promatrati iz pozicije neto duga. - Dodatne korekcije na radnom kapitalu odnose se na obveze prema dobavljačima dugotrajne imovine te na potraživanjima prema državi za potpore i subvencije budući da navedeno nije dio operativne djelatnosti Društva.	- Normalizirana neto imovina Društva u FG22 veća je od izveštajne za 183k HRK uslijed usklade rezerviranja za sudski spor te povezane odgođene porezne obveze koja nastaje navedenom korekcijom. - Normalizirana neto imovina Društvu u FG22 manja je za 40,3% u odnosu na prethodnu godinu ponajviše zbog negativnog poslovnog rezultata od 5,6m HRK.

Izvršni sažetak

Normalizirana EBITDA

Normalizacije EBITDA

- Društvo je tijekom FG21 i FG22 primilo od države ukupno 15m HRK državnih potpora za očuvanje radnih mjesta u djelatnostima pogođenim Covid19 virusom kao dio paketa mjera pomoći gospodarstvu uslijed posljedica Covid19 pandemije s ciljem zadržavanja radnih mjesta. Kako je spomenuta mjera kratkoročna odnosno trajala je za vrijeme pandemije te se ne očekuje u budućnosti, možemo pretpostaviti kako bi izostankom iste Društvo u promatranom razdoblju bilo primorano otpuštati zaposlenike. Slijedom navedenog, ostale poslovne prihode umanjili smo za Covid19 potpore te za isti iznos umanjili trošak zaposlenika s ciljem preciznijeg prikaza operativnih marži. Navedena reklasifikacija nema utjecaja na EBITDA-u.
- Uslijed poremećaja na tržištu energenata tijekom 2022. godine i značajnog rasta cijena goriva, Društvo je primilo državne subvencije za plin te za gorivo namijenjene društvima koje obavljaju javni linijski prijevoz putnika u cestovnom prijevozu s ciljem ne prelijevanja rasta cijene goriva na građane budući da je cijena goriva jedan od najznačajnijih varijabilnih troškova prijevoznika. U skladu s prethodnim primjerom, isključili smo navedene subvencije iz ostalih poslovnih prihoda i za isti iznos umanjiti troškove sirovina i materijala s ciljem preciznijeg prikaza operativnih marži. Navedena reklasifikacija nema utjecaja na EBITDA-u.
- Prihodi od ukidanja rezervacija i povezani troškovi isključuju se iz normalizirane EBITDA-e jer se radi o nenovčanim stavkama dok se trošak godišnjih odmora, jubilarnih nagrada i bonusa jednak stvarnom ekonomskom odljevu resursa nalazi u EBITDA-i u okviru prirodnih vrsta troškova (troškovi zaposlenika).
- Prihodi od potpora odnose se, prema informacijama Menadžmenta, na limitirane potpore u iznosu od EUR 200k u posljednje 3 godine za grupu povezanih društava. Isti nisu dio operativnog poslovanja i ne očekuju se u budućnosti stoga smatramo kako je iste potrebno isključiti iz normalizirane EBITDA-e.
- Prihodi po sudskim rješenjima odnose na prihode za dobivene sudske sporove. Budući da isti nisu dio operativnog poslovanja Društva, mišljenja smo kako je iste potrebno isključiti iz normalizirane EBITDA-e.
- Prihodi od prodaje dugotrajne imovine i s njima povezani troškovi nisu dio operativni djelatnosti Društva. Slijedom navedenog, smatramo kako je iste potrebno isključiti iz normalizirane EBITDA-e.
- Trošak vrijednosnog usklađenja autobusa nije novčani izdatak uslijed čega smatramo kako je isti potrebno isključiti iz normalizirane EBITDA-e.

Projekt Fjord - Normalizacije zarada

'000 HRK	2021	2022
Izveštajni poslovni prihodi	67 605	80 954
Izveštajni operativni rashodi	(54 967)	(69 612)
Izveštajna EBITDA	12 638	11 342
Izveštajni EBIT	(614)	(2 787)
Mazars reklasifikacije		
1 Prihodi od Covid19 potpora	(10 003)	(5 007)
Troškovi - zaposlenici	10 003	5 007
2 Prihodi od subvencija za gorivo	-	(1 194)
Troškovi - SIM	-	1 194
Mazars normalizacije		
3 Prihodi od ukidanja rezerviranja	(884)	(770)
Trošak rezerviranja	770	1 118
4 Prihodi od potpora	(1 107)	-
5 Prihodi po sudskim rješenjima	(23)	(347)
6 Prihodi od prodaje dugotrajne imovine	(136)	(663)
Trošak prodaje dugotrajne imovine	41	271
7 Trošak VU autobusa	682	44
Ukupne normalizacije	(656)	(348)
Normalizirani poslovni prihodi	55 452	72 973
Normalizirani operativni rashodi	(43 470)	(61 978)
Normalizirana EBITDA	11 983	10 994
Normalizirani EBIT	(1 270)	(3 134)
KPIs		
Izveštajna bruto marža (%)	71,9%	69,2%
Normalizirana bruto marža (%)	71,9%	71,0%
Izveštajna EBITDA marža (%)	18,7%	14,0%
Normalizirana EBITDA marža (%)	21,6%	15,1%
Izveštajna EBIT marža (%)	-0,9%	-3,4%
Normalizirana EBIT marža (%)	-2,3%	-4,3%

Izvor: Analitička dokumentacije, informacije Menadžmenta, Mazars analiza

Izvršni sažetak

Normalizirana neto imovina

Normalizacije neto imovine

Normalizacije radnog kapitala odnose se na:

❶ Potraživanja prema povezanom društvu starija od 90 dana budući da Društvo nema slične komercijalne uvjete s drugim kupcima, slijedom čega navedena potraživanja možemo tretirati kao financiranje povezanog društva.

❷ Dobavljače dugotrajne imovine koje promatramo iz pozicije neto duga budući da nisu dio operativnog poslovanja

❸ Potraživanja prema državi za subvencije i potpore nisu dio operativne djelatnosti te ih promatramo iz pozicije neto duga.

Normalizacije neto duga odnose se na:

❹ Ukidanje rezerviranja za sudske troškove temeljem pisma odvjetnika iz kojeg je razvidno kako se očekuje presuda u korist Društva.

❺ Uvećanje odgođene porezne obveze temeljem porezne obveze nastale uslijed ukidanja rezerviranja za sudske troškove.

Projekt Fjord - Neto imovina			Izveštajna		Normalizacije		Normalizirani	
'000 HRK	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2022
Dugotrajna imovina	87 828	81 784					87 828	81 784
Radni kapital	20 247	13 058			(15 153)	(11 937)	5 094	1 121
Zalihe	1 482	1 900			-	-	1 482	1 900
❶ Potraživanja od kupaca	21 282	18 795	(14 735)	(10 922)			6 548	7 874
❷ Obveze prema dobavljačima	(3 293)	(3 877)	267	128			(3 027)	(3 749)
❸ Ostala potraživanja	3 189	2 195	(686)	(1 143)			2 503	1 052
Ostale obveze	(1 745)	(4 411)	-	-			(1 745)	(4 411)
Vremenska razgraničenja	(668)	(1 545)	-	-			(668)	(1 545)
Neto dug	(94 576)	(86 967)	15 153	12 120			(79 423)	(74 846)
Novac	8 640	12 042	-	-			8 640	12 042
Dani zajmovi	2 500	2 500	-	-			2 500	2 500
❸ Potraživanja za državne potpore i subvencije	-	-	686	1 143			686	1 143
Financijske obveze	(103 154)	(98 740)	-	-			(103 154)	(98 740)
❹ Rezerviranja	(315)	(532)	-	224			(315)	(308)
❺ Odgođena porezna obveza	(2 196)	(2 196)	-	(40)			(2 196)	(2 236)
Ostale dugoročne obveze - jamčevine	(51)	(41)	-	-			(51)	(41)
❷ CAPEX dobavljači	-	-	(267)	(128)			(267)	(128)
❶ Potraživanja za financiranje povezanog društva	-	-	14 735	10 922			14 735	10 922
Neto imovina	13 499	7 875	-	183			13 499	8 058
Temeljni kapital	63 769	63 769	-	-			63 769	63 769
Revalorizacijske rezerve	10 004	10 004	-	-			10 004	10 004
Rezerve - zakonske	38	38	-	-			38	38
❹ Zadržana dobit	(58 423)	(60 312)	-	183			(58 423)	(60 128)
Dobit tekuće godine	(1 889)	(5 624)	-	-			(1 889)	(5 624)
Kapital	13 499	7 875	-	183			13 499	8 058
<i>KPIs</i>								
Dani vezivanja zaliha	179	161					179	161
Dani naplate potraživanja	158	103					49	43
Dani plaćanja dobavljača	35	31					33	31
Novčani jaz	302	234					195	174

Izvor: Bruto bilance, Informacije Menadžmenta, Mazars analiza

Izvršni sažetak

Poslovni plan

Projekt Fjord - RDG - Poslovni plan							
'000 HRK	Normalizirani		Projekcije				
	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
1 Prihodi od prodaje	49 176	66 316	73 000	75 402	77 883	80 445	83 092
2 Troškovi - SIM	(13 794)	(19 244)	(20 831)	(21 516)	(22 224)	(22 955)	(23 710)
Bruto marža	35 382	47 072	52 170	53 886	55 659	57 490	59 382
3 Ostali poslovni prihodi	6 276	6 657	7 328	15 103	15 352	15 609	15 875
4 Troškovi - zaposlenici	(9 338)	(16 785)	(18 477)	(19 085)	(19 713)	(20 361)	(21 031)
Troškovi - vanjske usluge	(11 932)	(16 662)	(18 859)	(19 480)	(20 120)	(20 782)	(21 466)
Troškovi - najam	(2 224)	(1 757)	(1 903)	(1 964)	(2 027)	(2 092)	(2 160)
5 Troškovi - službeni put	(1 680)	(2 544)	(2 647)	(2 734)	(2 824)	(2 917)	(3 013)
Troškovi - ostale usluge	(3 930)	(3 985)	(5 110)	(5 279)	(5 452)	(5 632)	(5 817)
Ostali operativni troškovi	(572)	(999)	(974)	(1 006)	(1 039)	(1 074)	(1 109)
EBITDA	11 983	10 994	11 526	19 441	19 834	20 241	20 660
EBITDA marža (%)	21,6%	15,1%	14,3%	21,5%	21,3%	21,1%	20,9%
6 Amortizacija	(13 252)	(14 129)	(14 186)	(13 217)	(12 407)	(11 045)	(10 293)
EBIT	(1 270)	(3 134)	(2 660)	6 224	7 427	9 195	10 367
7 Neto financijski rezultat	(1 435)	(2 838)	(4 856)	(4 370)	(4 186)	(3 952)	(3 669)
Neto izvanredni rezultat	656	348	-	-	-	-	-
8 Porez na dobit	160	-	-	-	-	-	-
Neto dobit	(1 889)	(5 624)	(7 516)	1 854	3 241	5 243	6 698

Izvor: Bruto bilance, Informacije Menadžmenta, Mazars analiza

Pretpostavke poslovnog plana

- Planirani prihod od prodaje u 2023. veći je za 10,1% u odnosu na prethodnu godinu uslijed nastavka oporavka tržišta prijevoza pogođenog Covid19 pandemijom, odnosno Menadžment očekuje kako će prihodi od prodaje u 2023. biti na razini 90% od predpandemijske 2019. godine. U narednom razdoblju Menadžment očekuje usporavanje rasta tržišta prijevoza putnika te očekivani rast prihoda od prodaje iznosi 3,3% što je u skladu s projekcijama Statista Market Forecast za predmetno tržište u RH u razdoblju od 2023. do 2027. godine.
- Troškovi sirovina i materijala planirani su sukladno prosječnoj normaliziranoj bruto marži koja je iznosila 71,5% u promatranom razdoblju.
- Ostali poslovni prihodi planirani su na razini normaliziranog udjela u prihodima iz 2022. godine u iznosu od 10% te dodatno Menadžment očekuje kako će od 2024. godine od subvencija lokalnih vlasti za pružanje usluga javnog prijevoza dodatno uprihoditi godišnje oko EUR 1m.
- Trošak zaposlenika planiran je u skladu s normaliziranim udjelom u prihodima iz 2022. godine.
- Ostale stavke operativnih rashoda planirane su sukladno prosječnim udjelima u prihodima od prodaje u povijesnom razdoblju.

Pretpostavke poslovnog plana

- Trošak amortizacije odnosi se na amortizaciju trenutne imovine te dodatno na amortizaciju kapitalnih ulaganja u projiciranom razdoblju amortiziranih po prosječnoj stopi amortizacije od 7,3%.
- Trošak kamata projiciran je sukladno projiciranom financijskom dugu i očekivanoj kamatnoj stopi od 5,5%.
- Uslijed kumuliranih prenesenih gubitaka neće imati u slijedećih 5 godina obvezu plaćanja poreza na dobit.

Izvršni sažetak

DCF metoda

Projekt Fjord - DCF metoda						
'000 HRK	2023	2024	2025	2026	2027	TV
Poslovni prihodi	80 328	90 505	93 235	96 054	98 967	100 590
Rast poslovnih prihoda	21,1%	12,7%	3,0%	3,0%	3,0%	1,6%
EBITDA	11 526	19 441	19 834	20 241	20 660	21 300
EBITDA marža (%)	14,3%	21,5%	21,3%	21,1%	20,9%	21,2%
EBIT	(2 660)	6 224	7 427	9 195	10 367	10 752
EBIT marža (%)	(3,3%)	6,9%	8,0%	9,6%	10,5%	10,7%
NOPLAT	(2 660)	6 224	7 427	9 195	10 367	8 817
(-) CAPEX	(10 548)	(10 548)	(10 548)	(10 548)	(10 548)	(10 548)
(+) Amortizacija	14 186	13 217	12 407	11 045	10 293	10 548
(+/-) Promjena u radnom kapitalu	(2 727)	(126)	(131)	(135)	(139)	(142)
Slobodni novčani tok poduzeću (FCFF)	(1 749)	8 767	9 156	9 557	9 972	8 675
Stabilna stopa rasta						1,6%
Terminalna vrijednost						88 234
Diskontirani slobodni novčani tok poduzeću	(1 657)	7 449	6 979	6 535	6 117	54 403
WACC	11,47%	11,47%	11,47%	11,47%	11,47%	10,90%
Diskontni faktor	0,95	0,85	0,76	0,68	0,61	0,62

Izvor: Bruto bilanca, Informacije Menadžmenta, Mazars analiza

Novčani tokovi kroz projicirano razdoblje

- EBIT je planiran sukladno normaliziranom poslovnom planu.
- NOPLAT je u prvih 5 projiciranih godina jednak operativnoj dobiti budući da se očekuje kako Društvo uslijed kumuliranih prenesenih poslovnih gubitaka neće imati obvezu poreza na dobit u sljedećih 5 godina. U terminalnom razdoblju NOPLAT je projiciran sukladno stopi poreza na dobit u iznosu 18%.
- Sukladno informacijama i očekivanjima Menadžmenta, planirani godišnji CAPEX iznosi 10,5m HRK odnosno EUR 1,4m.
- Amortizacija je izračunata prema očekivanom iznosu amortizacije postojeće opreme te prosječnom ponderiranom stopom amortizacije za novu opremu nabavljenu kroz projicirano razdoblje (planiranim CAPEX-om).
- Radni kapital projiciran je prema sljedećim pretpostavkama: (i) zalihe sukladno povijesnom prosječnom udjelu u prihodima od prodaje koji iznosi 3%, (ii) potraživanja od kupaca sukladno povijesnom prosjeku normaliziranih dana naplate potraživanja od kupaca koji iznose 46 dana, (iii) obveze prema dobavljačima sukladno povijesnom prosjeku normaliziranih dana plaćanja obveza prema dobavljačima koji iznose 32 dana te (iv) ostale stavke radnog kapitala sukladno povijesnom udjelu u prihodima od prodaje.

Terminalna vrijednost

- Stabilna stopa rasta je pretpostavljena na razini nerizične stope.
- CAPEX u terminalnom razdoblju je projiciran na razini istog u FG27.
- Amortizacija je pretpostavljena na razini CAPEX-a u terminalnom razdoblju.
- Radni kapital u terminalnom razdoblju projiciran je sukladno stabilnoj stopi rasta.

Izvršni sažetak

Vrijednost vlasničke glavnice (DCF Metodom)

Operativna vrijednost

- Operativna vrijednost Društva dobivena je zbrojem diskontiranih slobodnih novčanih tokova poduzeća u razdoblju od FG23 do FG27 te diskontirane terminalne vrijednosti. Operativna vrijednost poduzeća, uz prethodno navedene pretpostavke, iznosi **79,8m HRK**.

Vrijednost vlasničkog kapitala

- Za izračun implicirane vrijednosti vlasničkog kapitala potrebno je operativnu vrijednost poduzeća korigirati za normalizirani iznos neto duga Društva na 31. prosinac 2022. godine koji se najvećim dijelom sastoji od:
 - Novac na bankovnim računima Društva u iznosu od **12m HRK**;
 - Obveze prema Deutsche Bahn grupaciji za primljene zajmove i Cash Pool zajmove u iznosu od **98,7m HRK**;
 - Potraživanja prema povezanom društvu Autotrans koja iznose **10,9m HRK**.
- Implicirana vrijednost vlasničkog kapitala, sukladno ranije navedenim pretpostavkama, iznosi 5,0m HRK / EUR 661k.
- Sukladno navedenom, *DCF metoda za procjenu vrijednosti vlasničkog kapitala Društva nije primjenjiva budući da ista ne maksimizira vrijednost za dioničare.*

EV i implicirana vrijednost vl.kapitala	
'000 HRK	
WACC	11,47%
Stable growth rate	1,64%
Implicirana operativna vrijednost (EV)	79 826
Neto dug	(74 846)
Novac	12 042
Dani zajmovi	2 500
Potraživanja za državne potpore i subvencije	1 143
Financijske obveze	(98 740)
Rezerviranja	(308)
Odgodena porezna obveza	(2 236)
Ostale dugoročne obveze - jamčevine	(41)
CAPEX dobavljači	(128)
Potraživanja za financiranje povezanog društva	10 922
Implicirana vrijednost vlasničkog kapitala	4 979
Implicirana EV / Normalizirana EBITDA 2022.	7,3x

Izvor: Mazars analiza

	'000 HRK	Stabilna stopa rasta				
		0,64 %	1,14 %	1,64 %	2,14 %	2,64 %
WACC	9,47%	15 293	19 761	24 800	30 525	37 089
	10,47%	6 335	9 865	13 795	18 197	23 161
	11,47%	-	1 838	4 979	8 457	12 329
	12,47%	-	-	-	558	3 653
	13,47%	-	-	-	-	-

Izvor: Mazars analiza

Izvršni sažetak

Vrijednost vlasničke glavnice (Multiplikatori)

Projekt Fjord - Transakcijske multiple										Prilagodbe		Prilagođena EV / EBITDA
Datum transakcije	Target	Opis	Država	Preuzimatelj	EV (EURm)	EBITDA (EURm)	EV / EBITDA	Rizik države	Rizik veličine			
26.1.2023	Rotala Plc (36.3% Stake)	Tvrtka sa sjedištem u Ujedinjenom Kraljevstvu koja pruža usluge prijevoza za tvrtke, lokalne vlasti, javnost i privatne osobe	UK	Rotala Plc	81,4	16,8	4,8x	1,03%	3,05%			4,4x
13.12.2021	Nobina AB (100% Stake)	Grupacija za autobusni prijevoz sa sjedištem u Švedskoj	Švedska	Basalt Infrastructure Partners LLP	1 475,8	191,8	7,7x	0,00%	1,21%			5,5x
6.5.2021	Telepass AB	Tvrtka sa sjedištem u Švedskoj koja pruža usluge prijevoza	Švedska	Nobina AB	14,7	6,0	2,5x	0,00%	3,05%			2,3x
7.2.2018	New Adventure Travel Limited	Tvrtka sa sjedištem u Ujedinjenom Kraljevstvu koja upravlja autobusnim voznim parkom	UK	ComfortDelGro Corporation Limited	15,1	2,4	6,3x	1,03%	3,05%			5,5x
11.10.2005	Alsa Group SL	Tvrtka sa sjedištem u Španjolskoj koja se bavi pružanjem usluga prijevoza putnika	Španjolska	National Express Group Plc	670,8	70,0	9,6x	2,76%	1,21%			7,8x
25.2.2005	Transportes Sul do Tejo SA; Barraqueiro Group	Operater redovitih autobusnih linija u prigradskoj regiji	Portugal	Arriva plc / Barraqueiro Group (Joint Venture)	133,9	17,0	7,9x	3,29%	3,05%			7,9x
Project Fjord - Panturist								3,29%	3,05%			
								Medijan				5,5x

Izvor: Mergermarket, Mazars analiza

Projekt Fjord - Metoda multiplikatora

'000 HRK

Normalizirana EBITDA	10 994
EV/EBITDA medijan	5,5x
Operativna vrijednost (EV)	60 608
Neto dug	(74 846)
Novac	12 042
Dani zajmovi	2 500
Potraživanja za državne potpore i subvencije	1 143
Financijske obveze	(98 740)
Rezerviranja	(308)
Odgodena porezna obveza	(2 236)
Ostale dugoročne obveze - jamčevine	(41)
CAPEX dobavljači	(128)
Potraživanja za financiranje povezanog društva	10 922

Vrijednost vlasničkog kapitala

Izvor: Mergermarket, Mazars analiza

Metoda multiplikatora

- Metoda multiplikatora, tj. tržišni pristup, zasniva se na multiplikatorima koji su postignuti kao rezultat tržišnih transakcija. Međutim, u praksi je teško odrediti usporedive transakcije ili usporediva poduzeća zbog često limitiranih mogućnosti otkrivanja uvjeta transakcije koji mogu značajno utjecati na plaćenu cijenu. Stoga se ova metoda koristi samo kao indikacija, odnosno pomoćna metoda procjene vrijednosti. Skrećemo pozornost, da je dobiveni multiplikator (iako ga je potrebno promatrati samo za informacijske svrhe) niži od izvedenog multiplikatora dobiven primjenom DCF metode (5,5x vs 7,3x), što indikativno upućuje da je poslovni plan Društva optimističan.
- Sukladno prilagođenom EV/EBITDA medijanu, implicirana vrijednost vlasničkog kapitala Društva na 31. prosinac 2022. godine iznosi **0 HRK / EUR 0** budući da je operativna vrijednost (EV) Društva manja od neto duga Društva na 31.12.2022. godine.

Izvršni sažetak

Vrijednost vlasničke glavnice (metoda neto imovine)

Pretpostavke procjene vrijednosti metodom neto imovine

- 1 Korekcija nematerijalne imovine odnosi se na razliku između procijenjene tržišne vrijednosti prava građenja nad Autobusnim kolodvorom u Osijeku i knjigovodstvene vrijednosti prava građenja na 31.12.2022. Procjena vrijednosti AK Osijek temelji se na poslovnom planu Menadžmenta do kraja koncesije.
- 2 Korekcije materijalne imovine odnose se na usklade na tržištu vrijednost temeljem procjembenih elaborata za 13 nekretnina s pripadajućim zemljištem i transportnih sredstava.
- 3 Mišljenja smo da u slučaju unovčenja imovine i prestanka operativne aktivnosti, Društvo ne bi imalo obveze po jubilarnim nagradama i otpremninama za mirovine, već bi rezerviranja za iste prihodovala iz kojeg razloga je priznata odgođena porezna obveza koja bi nastala otpuštanjem predmetnih rezervacija.
- 4 Korekcije vrijednosti odgođene porezne obveze odnose se na porezne aspekte koji su u korelaciji s prethodno opisanim korekcijama neto imovine Društva.

Za preostalu imovinu i obveze Društva mišljenja smo da knjigovodstvene vrijednosti istih odražavaju tržišne vrijednosti, s obzirom da nismo zaprimili informaciju koja bi nas uputila u suprotno.

Projekt Fjord - Neto imovina		Korekcije tržišne vrijednosti	Procijenjena tržišna vrijednost
	Normalizirana		
'000 HRK	31.12.2022	31.12.2022	31.12.2022
Dugotrajna imovina	81 784	2 753	84 537
1 Nematerijalna imovina	20 432	575	21 007
2 Materijalna imovina	61 352	2 178	63 531
Radni kapital	1 121	-	1 121
Neto dug	(74 846)	(243)	(75 089)
Novac	12 042		12 042
Dani zajmovi	2 500		2 500
Potraživanja za državne potpore i subvencije	1 143		1 143
Financijske obveze	(98 740)	-	(98 740)
3 Rezerviranja	(308)	308	-
4 Odgođena porezna obveza	(2 236)	(551)	(2 787)
Ostale dugoročne obveze - jamčevine	(41)		(41)
CAPEX dobavljači	(128)		(128)
Potraživanja za financiranje povezanog društva	10 922		10 922
Neto imovina	8 058	2 510	10 569
Temeljni kapital	63 769	-	63 769
Revalorizacijske rezerve	10 004	-	10 004
Rezerve - zakonske	38	-	38
Zadržana dobit	(60 128)	2 510	(57 618)
Dobit tekuće godine	(5 624)	-	(5 624)
Kapital	8 058	2 510	10 569
KPIs			
Broj dionica	6 376 880		6 376 880
Vrijednost po dionici	1,3		1,7

Izvor: Bruto bilance, Informacije Menadžmenta, Mazars analiza

Imajući u vidu navedene korekcije tržišne vrijednosti, procijenjena vrijednost vlasničkog kapitala Društva na 31.12.2022. godine, prema metodi neto imovine, iznosi 10,6m HRK odnosno 1,7 HRK po dionici Društva. Primjenom konverzijskog tečaja proizlazi kako procijenjena vrijednost vlasničke glavnice iznosi **EUR 1,4m** odnosno **EUR 0,22 po dionici Društva**. Budući da je metoda neto imovine ona koja **maksimizira bogatstvo vlasnika Društva**, ista se smatra **primjenjivom** metodom valuacije Društva.

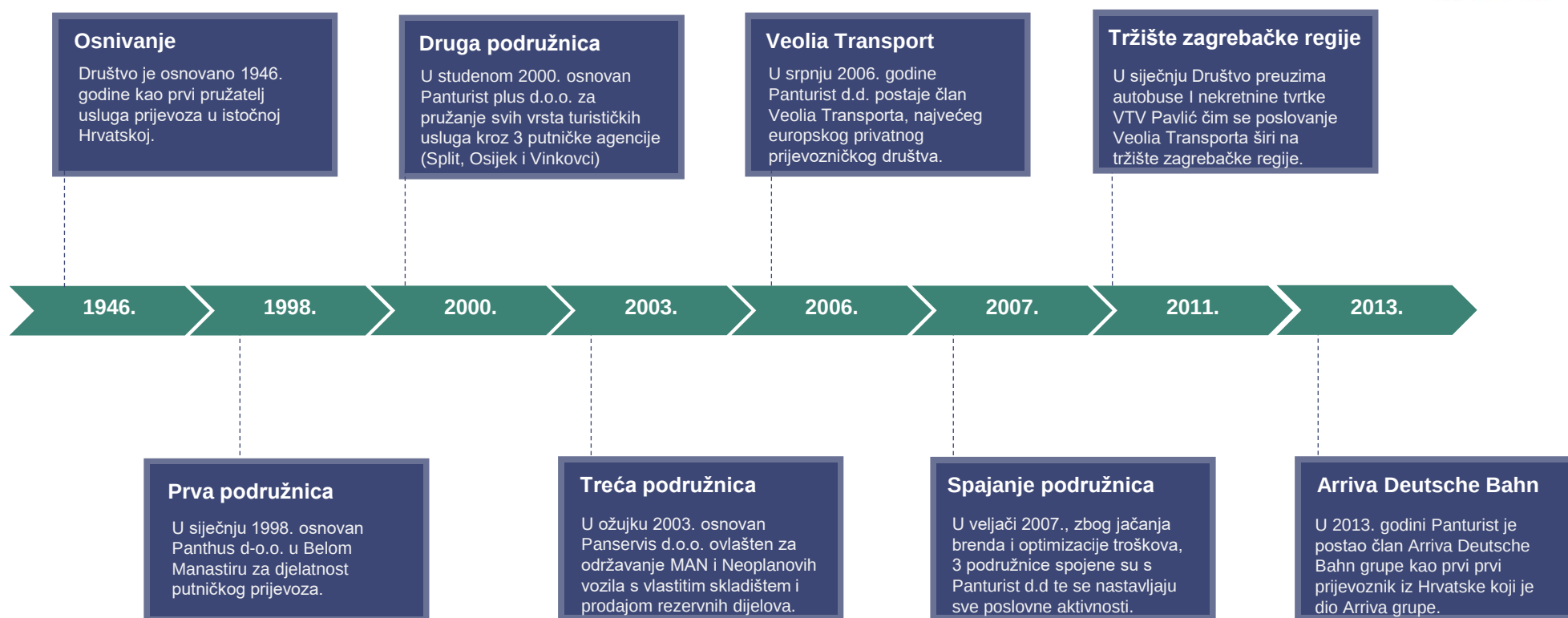
Općenito o Društvu

2.1	Općenito o Društvu	21
2.2	Vlasnička i organizacijska struktura	22



Općenito o Društvu

Društvo Panturist d.d. osnovano je 1946. godine kao sastavni dio društva Autoreparatura i pod njegovim imenom kao prva organizacija koja je pružala usluge prijevoza u istočnoj Hrvatskoj.



Izvor: Informacije Menadžmenta

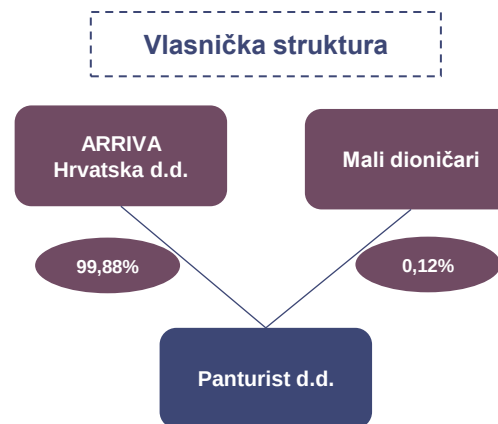
Vlasnička i organizacijska struktura

Društvo je 2013. godine postalo član Arriva Deutsche Bahn grupe te je 99,98% dionica Društva u vlasništvu društva Arriva Hrvatska d.o.o. Društvo je tijekom 2022. godine imalo prosječno 181 zaposlenika.

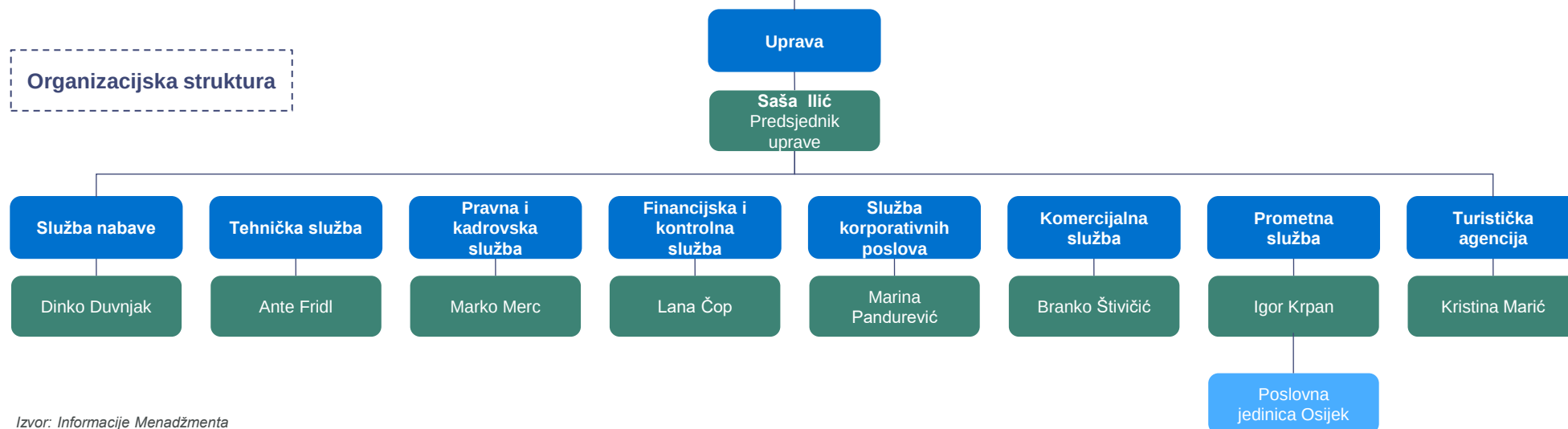
Općenito o Društvu

- Društvo je registrirano za obavljanje ranih djelatnosti od kojih su najznačajnije:
 - Prijevoz putnika u cestovnom prometu, redovni
 - Ostali prijevoz putnika cestom,
 - Djelatnost putničkih agencija i turoperatora,
 - Djelatnost ostalih agencija u prometu.
- Društvo je 2013. godine postalo član Arriva Deutsche Bahn grupe te društvo ARRIVA Hrvatska posjeduje 99,88% dionica Društva (6.369.524 dionica) dok je preostalih 0,12% dionica (7.356) u vlasništvu 40 malih dioničara.
- Društvo je u 2022. prosječno imalo 181 zaposlenika, dok je u 2021. prosječno bilo 197 zaposlenih.

Vlasnička struktura



Organizacijska struktura



Izvor: Informacije Menadžmenta

03

Kvaliteta neto zarada

3.1	Izveštajni RDG	24
3.2	Normalizirana EBITDA	27



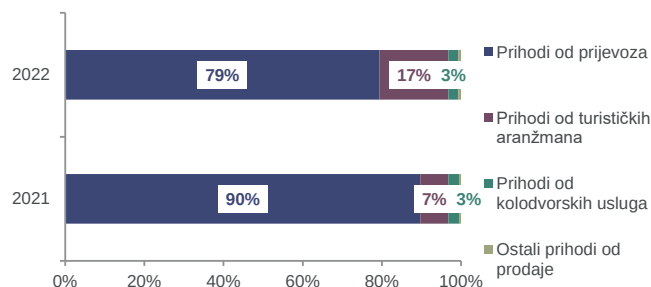
Prihodi od prodaje i bruto marža

Pad bruto marže u 2022. godini uzrokovan je globalnom energetsom krizom koja je rezultirala ponajviše rastom pogonskog goriva koji je jedan od najznačajnijih varijabilnih troškova prijevoznika te plina.

Projekt Fjord - Izveštajni RDG		
'000 HRK	2021	2022
1 Prihodi od prodaje	49 176	66 316
Prihodi od prodaje - linijski prijevoz	30 877	38 390
Prihodi od prodaje - poseban linijski prijevoz	10 736	7 986
Prihodi od prodaje - povremeni prijevoz	2 509	6 279
Prihodi od prodaje - turistički aranžmani	3 471	11 518
Prihodi od prodaje - kolodvorske usluge	1 391	1 714
Prihodi od prodaje - ostalo	192	429
2 Troškovi - SIM	(13 794)	(20 439)
Bruto marža	35 382	45 877
KPIs		
Rast prodaje (%)	n.p.	34,9%
Bruto marža (%)	71,9%	69,2%

Izvor: Bruto bilance, Informacije Menadžmenta, Mazars analiza

Struktura prihoda od prodaje



Izvor: Analička dokumentacija, Mazars analiza

Prihodi od prodaje i bruto marža

- Društvo najveći dio prihoda od prodaje ostvaruje pružajući usluge linijskog prijevoza, posebnog linijskog prijevoza za učenike do osnovnih i srednjih škola, radnike te povremenog prijevoza putnika. U promatranom razdoblju isti čine 90% i 79% prihoda od prodaje Društva, dok su prihodi od prijevoza u 2022. godini rasli za 19% uslijed otvaranja tržišta i popuštanja Covid19 mjera uvedenih 2021. godine zbog pandemije Covid19 virusa. Udio prihoda od prijevoza u prihodima od prodaje u 2022. godini manji je ponajviše zbog značajnog rasta prihoda od turističkih aranžmana u 2022. godini u odnosu na prethodnu godinu od 2,3x.
- Pandemija virusa Covid19 također je utjecala na turistički sektor uslijed čega su prihodi od turističkih aranžmana Društva u 2021. godini niži nego li u 2022. godini. Prihodi od pružanja kolodvorskih usluga odnose se na provizije od prodanih karata, peronizacije i pristajanje autobusa te su u promatranom razdoblju u prosjeku iznosili 3% prihoda od prodaje Društva. Ostali prihodi od prodaje odnose se na pružanje servisnih usluga povezanim društvima i vanjskim korisnicima te nemaju značajan udio u ukupnim prihodima od prodaje Društva. Ukupni prihodi od prodaje Društva su u 2022. godini rasli 34,9% u odnosu na prethodnu godinu dok, u usporedbi s predpandemijskom godinom, prihodi od prodaje Društva u 2022. godini iznose nešto više od 80% prihoda od prodaje iz 2019. godine. Sukladno informacijama Menadžmenta, očekuje se kako će prihodi od prodaje u 2023. godini iznositi oko 90% prihoda od prodaje iz predpandemijske 2019. godine.
- Troškovi sirovina i materijala odnose se na troškove (i) goriva, (ii) električne energije, (iii) plina, (iv) materijala koji se odnose na materijal za čišćenje i održavanje te maziva za transportna sredstva Društva, (v) rezervnih dijelova koji se najvećim dijelom odnose na usluge popravaka autobusa te (vi) otpise sitnog inventara Društva. Udio ove kategorije troškova u prihodima od prodaje u 2021. godini iznosio je 28,1% dok je u 2022. godini primjetan rast udjela za 10% (na 30,8%) uslijed globalne energetske krize koja je rezultirala ponajviše rastom cijena goriva i plina te posljedično i rezervnih dijelova.
- Uslijed spomenute globalne energetske krize tijekom 2022. godine, Društvo je primilo državne subvencije za plin i pogonsko gorivo **[Reklasifikacija]** tijekom iste godine kako rast cijena energenata ne bi rezultirao dodatnim inflatornim pritiskom koji će se preliti na krajnjeg potrošača budući da je cijena pogonskog goriva jedan od najznačajnijih varijabilnih troškova prijevoznika.

Ostale EBITDA stavke

Društvo je zbog Covid19 pandemije smanjilo plaće administrativnom osoblju za 5% a voditeljima i menadžmentu za 10% u FG21. U FG22 prestaje mjera smanjenja plaća te se dodatno isplaćuje naknada za topli obrok što rezultira rastom prosječnog troška po zaposlenom.

Projekt Fjord - Izveštajni RDG		
'000 HRK	2021	2022
Prihodi od prodaje	49 176	66 316
Troškovi - SIM	(13 794)	(20 439)
Bruto marža	35 382	45 877
3 Ostali poslovni prihodi	18 429	14 638
4 Troškovi - zaposlenici	(19 341)	(21 792)
5 Troškovi - vanjske usluge	(11 932)	(16 662)
Troškovi - najam	(2 224)	(1 757)
Troškovi - službeni put	(1 680)	(2 544)
Troškovi - ostale usluge	(3 930)	(3 985)
Ostali operativni troškovi	(2 065)	(2 432)
EBITDA	12 638	11 342
Amortizacija	(13 252)	(14 129)
EBIT	(614)	(2 787)
Neto financijski rezultat	(1 435)	(2 838)
Porez na dobit	160	-
Neto dobit	(1 889)	(5 624)
KPIs		
Rast prodaje (%)	n.p.	34,9%
Bruto marža (%)	71,9%	69,2%
FTE	197	181
Prosječna mjesečna bruto II plaća	7 377	8 720
Prosječan mjesečni bruto trošak zaposlenika	8 182	10 033
Trošak zaposlenika / prihodi od prodaje (%)	-39,3%	-32,9%
EBITDA marža (%)	18,7%	14,0%
EBIT marža (%)	-0,9%	-3,4%
Neto profitna marža (%)	-2,8%	-6,9%

Izvor: Bruto bilance, Informacije Menadžmenta, Mazars analiza

Ostale EBITDA stavke

- Ostali poslovni prihodi društva u promatranom su se razdoblju uglavnom odnosili na: (i) prihode od državnih subvencija koji se odnose na potpore radi očuvanja radnih mjesta zbog Covid19 pandemije, subvencioniranog dijela plina te pogonskog goriva i potpora **[Reklasifikacija]**, (ii) prihode od zakupa koji se u najvećoj mjeri odnose na zakup vozila bez vozača dok se preostali dio odnosi na najam poslovnih prostora i drugih pokretnina te prihode od reklama, (iii) prihode od udjela u dobiti s povezanim društvima, (iv) prihode od prodaje dugotrajne imovine, nekurentnih zaliha i rabljenog materijala **[Reklasifikacija]**, (v) ukidanje rezerviranja za neiskorištene godišnje odmori, bonuse, jubilarne nagrade i mirovine **[QoE]** te (vi) ostali poslovni prihodi. U FG21 udio istih u prihodima od prodaje iznosi 37,5% dok je udio u FG22 za 15,4 p.b. manji ponajviše uslijed Covid19 potpora koje su u FG21 iznosile 10m HRK dok su u FG22 iznosile 5m HRK.
- Društvo je FG21 prosječno zapošljavalo 197 zaposlenika dok je prosječan broj zaposlenih u FG22 bio 181. Udio troška zaposlenih u prihodima od prodaje u FG21 iznosio je 39,3% dok je isti u FG22 iznosio 32,9%. Uslijed Covid19 pandemije, Društvo je provelo korekciju plaća, odnosno administraciji su plaće smanjenje 5% dok su voditeljima i menadžmentu plaće smanjene 10% budući da su prihodi od prijevoza Društva bili na 66% prihoda iz predpandemijske 2019. godine. U skladu s prikazanim izračunom prosječne plaće, prosječna mjesečna bruto II plaća iznosila je 7,4k HRK u 2021. dok je u 2022. godini iznosila 8,7k HRK što predstavlja prosječan rast bruto II plaća od 18%. Dodatno, Društvo djelatnicima isplaćuje naknade za prijevoz na posao i s posla, prigodne godišnje nagrade, nagrade za radne rezultate, ostale nagrade i darove a od travnja 2022. djelatnicima se isplaćuje 20 kuna dnevno naknade za topli obrok. Uzimajući u obzir sve isplate djelatnicima, prosječan mjesečni trošak djelatnika u FG21 iznosio je 8,2k HRK dok je u FG22 23% viši i iznosi 10k HRK. Ponajviše zbog uvođenja spomenute naknade za topli obrok radnicima, prosječan mjesečni trošak djelatnika rastao je za 5 p.b. više nego prosječna bruto II plaća. Sukladno informacijama Menadžmenta, rasta plaća i neoporezivih dodataka djelatnicima dogodio se s ciljem zadržavanja istih.
- Troškovi vanjskih usluga u promatranom se razdoblju odnose na (i) usluge prijevoza putnika, (ii) provizije za prodaju karata, (iii) troškove cestarina, trajekata, pariranja i pristajanja, (iv) održavanje vozila, zgrada i objekata te opreme, (v) marketinške troškove, (vi) troškove telefona i interneta te (vii) ostale vanjske usluge. Navedena kategorija troškova prosječno u promatranom razdoblju iznosi 24,7% prihoda od prodaje Društva.

Ostale EBITDA stavke

Udio troška najma pada ponajviše zbog pada troška najma autobusa uslijed nabavke 9 novih autobusa u 2022. godini, dok je udio troška amortizacije u 2021. veći za 5,6 p.b. zbog niže razine prihoda od prodaje u 2021. godini uslijed Covid 19 pandemije.

Projekt Fjord - Izvršajni RDG		
'000 HRK	2021	2022
Prihodi od prodaje	49 176	66 316
Troškovi - SIM	(13 794)	(20 439)
Bruto marža	35 382	45 877
Ostali poslovni prihodi	18 429	14 638
Troškovi - zaposlenici	(19 341)	(21 792)
Troškovi - vanjske usluge	(11 932)	(16 662)
6 Troškovi - najam	(2 224)	(1 757)
7 Troškovi - službeni put	(1 680)	(2 544)
8 Troškovi - ostale usluge	(3 930)	(3 985)
9 Ostali operativni troškovi	(2 065)	(2 432)
EBITDA	12 638	11 342
10 Amortizacija	(13 252)	(14 129)
EBIT	(614)	(2 787)
11 Neto finansijski rezultat	(1 435)	(2 838)
12 Porez na dobit	160	-
Neto dobit	(1 889)	(5 624)
KPIs		
Rast prodaje (%)	n.p.	34,9%
Bruto marža (%)	71,9%	69,2%
FTE	197	181
Prosječna mjesečna bruto II plaća	7 377	8 720
Prosječan mjesečni bruto trošak zaposlenika	8 182	10 033
Trošak zaposlenika / prihodi od prodaje (%)	-39,3%	-32,9%
EBITDA marža (%)	18,7%	14,0%
EBIT marža (%)	-0,9%	-3,4%
Neto profitna marža (%)	-2,8%	-6,9%

Izvor: Bruto bilance, Informacije Menadžmenta, Mazars analiza

Ostale EBITDA stavke

- 6 Troškovi najma odnose se na najam poslovnih prostora, računalne opreme i informacijskog sistema te autobusa i osobnih vozila. Udio navedene kategorije troškova u FG21 iznosio je 4,5% prihoda od prodaje dok je udio u FG22 manji za 1,9 p.b. ponajviše zbog pada troška najma autobusu uslijed nabavke novih 9 autobusa.
- 7 Troškovi službenog puta najvećim se dijelom odnose na: (i) dnevnice za rad na terenu, (ii) troškove prijevoza na službenom putu i (iii) troškove noćenja. Navedeni troškovi u prosjeku iznose 3,6% prihoda od prodaje Društva.
- 8 Troškovi ostalih usluga ponajviše se odnose na: (i) troškove osiguranja vozila, imovine i putnika, (ii) intelektualne usluge koje se odnose na reviziju i porezno savjetovanje društva, odvjetničke usluge i dr. intelektualne usluge, (iii) naknade za provizije banaka i fine, naknade za bankarske garancije i ostale naknade, (iv) komunalne usluge, (v) naknade za ceste i (vi) i troškove ostalih vanjskih usluga. U promatranom razdoblju trošak ostalih vanjskih usluga u prosjeku je iznosio 7% prihoda od prodaje.
- 9 Ostali operativni troškovi najvećim dijelom odnose se na: (i) rezerviranja za mirovine, jubilarne nagrade, neiskorišteni godišnji odmor i sudske troškove [QoE], (ii) otpis nenaplaćenih potraživanja, (iii) troškove prema državi i javnim institucijama, (iv) reprezentaciju i (v) ostale operativne troškove. U promatranom razdoblju ostali operativni troškovi u prosjeku su iznosili 3,9% prihoda od prodaje.
- 10 Trošak amortizacije u promatranom se razdoblju u najvećem mjeri odnosi na amortizaciju autobusa i transportne imovine, nematerijalne imovine prava građenja koja se odnosi na koncesiju nad autobusnim kolodvorom u Osijeku te na građevinske objekte. Trošak amortizacije raste u FG22 uslijed kapitalnih ulaganja ponajviše u autobuse i transportnu imovinu tijekom 2021. i 2022. godine. Udio troška amortizacije u prihodima od prodaje iznosi 21,3% u FG22 dok je u FG21 viši za 5,6 p.b. zbog niže razine prihoda uslijed Covid19 pandemije.
- 11 Finansijski rezultat negativan je u promatranom razdoblju uslijed troškova kamata na dugoročne kredite i Cash pool zajmove dobivene od matične grupacije Deutsche Bahn Grupe.
- 12 U promatranom razdoblju Društvo ostvaruje poslovni gubitak uslijed čega ne plaća porez na dobit.

Normalizirani financijski rezultat

Reklasifikacije unutar operativnog rezultata Društva odnose se na Covid19 potpore i subvencije na gorivo te troškove zaposlenika i sirovina i materijala, dok se normalizacije odnose na rezervacije, prodaju dugotrajne imovine, vrijednosna usklađenja i potpore.

Projekt Fjord - RDG	Izveštajni		Normalizacije		Normalizirani	
'000 HRK	2021	2022	2021	2022	2021	2022
Prihodi od prodaje	49 176	66 316	-	-	49 176	66 316
Troškovi - SIM	(13 794)	(20 439)	-	1 194	(13 794)	(19 244)
Bruto marža	35 382	45 877	-	1 194	35 382	47 072
Ostali poslovni prihodi	18 429	14 638	(12 153)	(7 981)	6 276	6 657
Troškovi - zaposlenici	(19 341)	(21 792)	10 003	5 007	(9 338)	(16 785)
Troškovi - vanjske usluge	(11 932)	(16 662)	-	-	(11 932)	(16 662)
Troškovi - najam	(2 224)	(1 757)	-	-	(2 224)	(1 757)
Troškovi - službeni put	(1 680)	(2 544)	-	-	(1 680)	(2 544)
Troškovi - ostale usluge	(3 930)	(3 985)	-	-	(3 930)	(3 985)
Ostali operativni troškovi	(2 065)	(2 432)	1 494	1 433	(572)	(999)
EBITDA	12 638	11 342	(656)	(348)	11 983	10 994
Amortizacija	(13 252)	(14 129)	-	-	(13 252)	(14 129)
EBIT	(614)	(2 787)	(656)	(348)	(1 270)	(3 134)
Neto financijski rezultat	(1 435)	(2 838)	-	-	(1 435)	(2 838)
Neto izvanredni rezultat	-	-	656	348	656	348
Porez na dobit	160	-	-	-	160	-
Neto dobit	(1 889)	(5 624)	0	0	(1 889)	(5 624)
KPIs						
Rast prodaje (%)	n.p.	34,9%			n.p.	34,9%
Bruto marža (%)	71,9%	69,2%			71,9%	71,0%
FTE	197	181			197	181
Prosječna mjesečna bruto II plaća	7 377	8 720			3 146	6 415
Prosječan mjesečni bruto trošak zaposlenika	8 182	10 033			3 950	7 728
Trošak zaposlenika / prihodi od prodaje (%)	-39,3%	-32,9%			-19,0%	-25,3%
EBITDA marža (%)	18,7%	14,0%			21,6%	15,1%
EBIT marža (%)	-0,9%	-3,4%			-2,3%	-4,3%
Neto profitna marža (%)	-2,8%	-6,9%			-3,4%	-7,7%

Izvor: Bruto bilance, Informacije Menadžmenta, Mazars analiza

Ostale EBITDA stavke

- Normalizacije EBITDA-e odnose se na dvije reklasifikacije i tri normalizacije prihoda i rashoda.
- Reklasifikacija se odnosi na:
 - Prihode od državnih potpora za očuvanje ranih mjesta uslijed pandemije virusa Covid19 te troška zaposlenika,
 - Prihode od državnih subvencija za gorivo uslijed energetske krize koja je pogodila globalno gospodarstvo u 2022. godini i troška sirovina i materijala.
- Normalizacije EBITDA-e odnose se na:
 - Prihode od ukidanja rezervacija i troškove rezervacija,
 - Prihode od državnih potpora,
 - Prihode po sudskim rješenjima,
 - Prihode od prodaje dugotrajne imovine i s njima povezani troškovi prodaje,
 - Troškove vrijednosnih usklađenja.
- Detaljan pregled reklasifikacija i normalizacija s pripadajućim pojašnjenjima dan je u nastavku Izvještaja.

Normalizirana EBITDA

Normalizirana EBITDA marža pada tijekom promatranog razdoblja ponajviše zbog rasta udjela troška zaposlenika uslijed povećanja plaća i neoporezivih dodataka s ciljem zadržavanja zaposlenika, sukladno informacijama Menadžmenta.

Projekt Fjord - Normalizacije zarada			
'000 HRK		2021	2022
Izvršajni poslovni prihodi		67 605	80 954
Izvršajni operativni rashodi		(54 967)	(69 612)
Izvršajna EBITDA		12 638	11 342
Izvršajni EBIT		(614)	(2 787)
Mazars reklasifikacije			
1	Prihodi od Covid19 potpora	(10 003)	(5 007)
	Troškovi - zaposlenici	10 003	5 007
2	Prihodi od subvencija za gorivo	-	(1 194)
	Troškovi - SIM	-	1 194
Mazars normalizacije			
3	Prihodi od ukidanja rezerviranja	(884)	(770)
	Trošak rezerviranja	770	1 118
4	Prihodi od potpora	(1 107)	-
5	Prihodi po sudskim rješenjima	(23)	(347)
6	Prihodi od prodaje dugotrajne imovine	(136)	(663)
	Trošak prodaje dugotrajne imovine	41	271
7	Trošak VU autobusa	682	44
Ukupne normalizacije		(656)	(348)
Normalizirani poslovni prihodi		55 452	72 973
Normalizirani operativni rashodi		(43 470)	(61 978)
Normalizirana EBITDA		11 983	10 994
Normalizirani EBIT		(1 270)	(3 134)
KPIs			
Izvršajna bruto marža (%)		71,9%	69,2%
Normalizirana bruto marža (%)		71,9%	71,0%
Izvršajna EBITDA marža (%)		18,7%	14,0%
Normalizirana EBITDA marža (%)		21,6%	15,1%
Izvršajna EBIT marža (%)		-0,9%	-3,4%
Normalizirana EBIT marža (%)		-2,3%	-4,3%

Izvor: Analitička dokumentacije, informacije Menadžmenta, Mazars analiza

Normalizirana EBITDA

- Društvo je tijekom FG21 i FG22 primilo od države ukupno 15m HRK državnih potpora za očuvanje radnih mjesta u djelatnostima pogođenim Covid19 virusom kao dio paketa mjera pomoći gospodarstvu uslijed posljedica Covid19 pandemije s ciljem zadržavanja radnih mjesta. Kako je spomenuta mjera kratkoročna odnosno trajala je za vrijeme pandemije te se ne očekuje u budućnosti, možemo pretpostaviti kako bi izostankom iste Društvo u promatranom razdoblju bilo primorano otpuštati zaposlenike. Slijedom navedenog, ostale poslovne prihode umanjili smo za Covid19 potpore te za isti iznos umanjili trošak zaposlenika s ciljem preciznijeg prikaza operativnih marži. Navedena reklasifikacija nema utjecaja na EBITDA-u.
- Uslijed poremećaja na tržištu energenata tijekom 2022. godine i značajnog rasta cijena goriva, Društvo je primilo državne subvencije za plin te za gorivo namijenjene društvima koje obavljaju javni linijski prijevoz putnika u cestovnom prijevozu s ciljem ne prelijevanja rasta cijene goriva na građane budući da je cijena goriva jedan od najznačajnijih varijabilnih troškova prijevoznika. U skladu s prethodnim primjerom, isključili smo navedene subvencije iz ostalih poslovnih prihoda i za isti iznos umanjiti troškove sirovina i materijala s ciljem preciznijeg prikaza operativnih marži. Navedena reklasifikacija nema utjecaja na EBITDA-u.
- Prihodi od ukidanja rezervacija i povezani troškovi isključuju se iz normalizirane EBITDA-e jer se radi o nenovčanim stavkama dok se trošak godišnjih odmora, jubilarnih nagrada i bonusa jednak stvarnom ekonomskom odljevu resursa nalazi u EBITDA-i u okviru prirodnih vrsta troškova (troškovi zaposlenika).
- Prihodi od potpora odnose se, prema informacijama Menadžmenta, na limitirane potpore u iznosu od EUR 200k u posljednje 3 godine za grupu povezanih društava. Isti nisu dio operativnog poslovanja i ne očekuju se u budućnosti stoga smatramo kako je iste potrebno isključiti iz normalizirane EBITDA-e.
- Prihodi po sudskim rješenjima odnose na prihode za dobivene sudske sporove. Budući da isti nisu dio operativnog poslovanja Društva, mišljenja smo kako je iste potrebno isključiti iz normalizirane EBITDA-e.
- Prihodi od prodaje dugotrajne imovine i s njima povezani troškovi nisu dio operativni djelatnosti Društva. Slijedom navedenog, smatramo kako je iste potrebno isključiti iz normalizirane EBITDA-e.
- Trošak vrijednosnog usklađenja autobusa nije novčani izdatak uslijed čega smatramo kako je isti potrebno isključiti iz normalizirane EBITDA-e.

Kvaliteta neto imovine

4.1	Izveštajna neto imovina	30
4.2	Normalizirana neto imovina	36



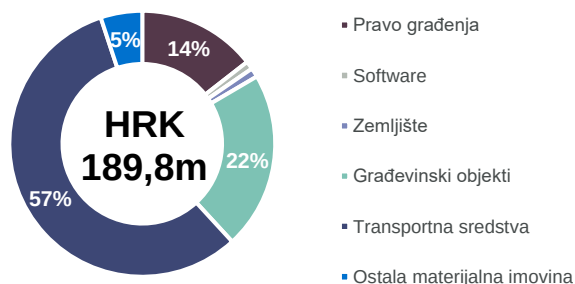
Dugotrajna imovina

Najznačajniji dio materijalne imovine odnosi se na transportna sredstva te autobusne kolodvore i poslovne prostore, dok se pravo građenja odnosi na koncesiju nad Autobusnim kolodvorom Osijek koju društvo ima do 25.03.2038. godine.

Projekt Fjord - Izvršajna Neto imovina		
'000 HRK	31.12.2021	31.12.2022
Dugotrajna imovina	87 828	81 784
1 Radni kapital	20 247	13 058
Neto dug	(94 576)	(86 967)
Novac	8 640	12 042
2 Dani zajmovi	2 500	2 500
Financijske obveze	(103 154)	(98 740)
Rezerviranja	(315)	(532)
Odgodena porezna obveza	(2 196)	(2 196)
Ostale dugoročne obveze - jamčevine	(51)	(41)
Neto imovina	13 499	7 875
Temeljni kapital	63 769	63 769
Revalorizacijske rezerve	10 004	10 004
Rezerve - zakonske	38	38
Zadržana dobit	(58 423)	(60 312)
Dobit tekuće godine	(1 889)	(5 624)
Kapital	13 499	7 875
KPIs		
Dani vezivanja zaliha	179	161
Dani naplate potraživanja	158	103
Dani plaćanja dobavljača	35	31
Novčani jaz	302	234

Izvor: Bruto bilance, Informacije Menadžmenta, Mazars analiza

Bruto vrijednost imovine na 31.12.2022.



Izvor: Analitička dokumentacija, Mazars analiza

Dugotrajna imovina

1 Nematerijalna imovina na 31.12.2022. godine iznosi ukupno 15% bruto vrijednosti dugotrajne imovine i u promatranom se razdoblju odnosi na:

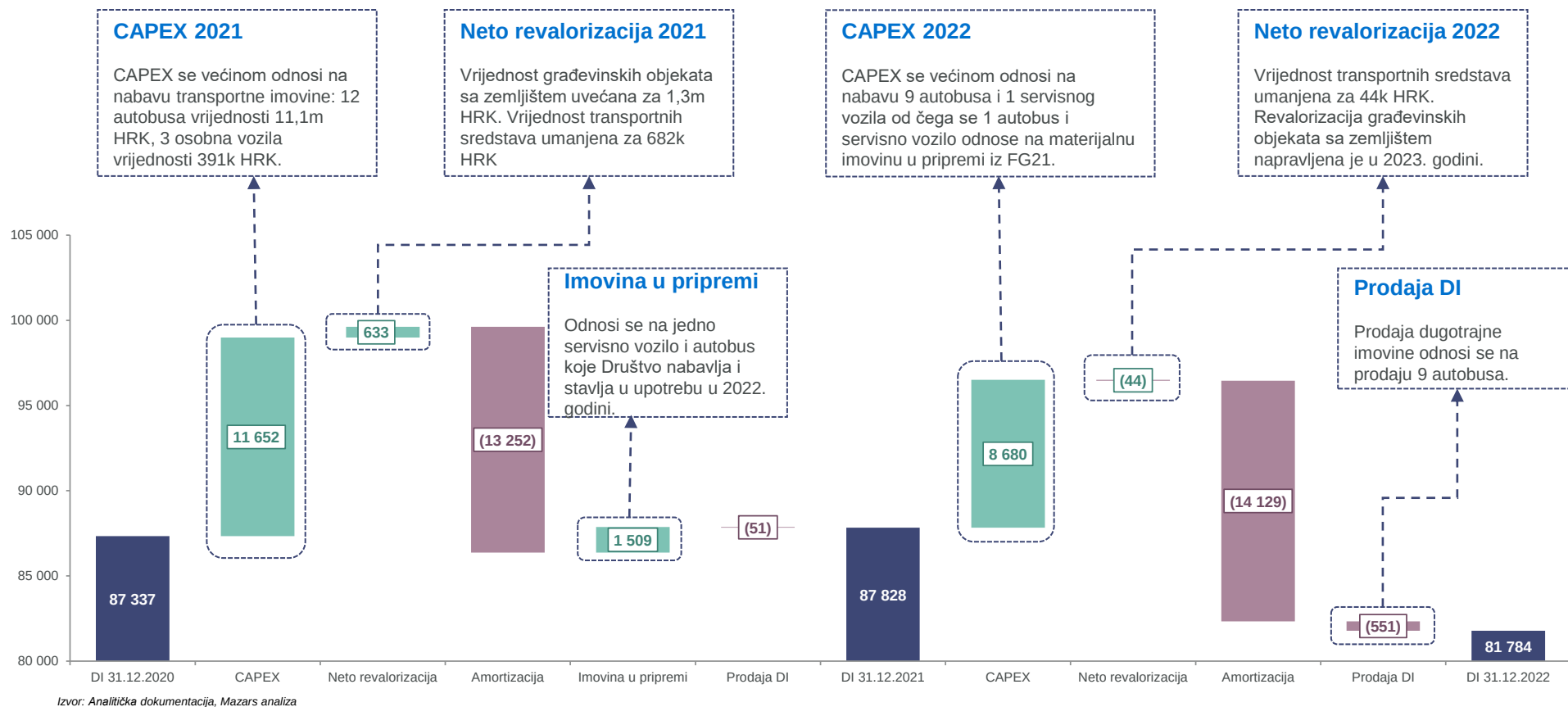
- Pravo građenja** koje se odnosi na koncesiju nad Autobusnim kolodvorom Osijek koji se sastoji od zgrade za prijem putnika, pratećih sadržaja i poslovnog prostora s garažama ukupne površine 21,2k m2. Kupoprodajna cijena prava građenja od društva Osijek-Koteks d.o.o. iznosila je EUR 3,8m te je rok trajanja koncesije do 25.03.2038. godine. Amortizacija prava građenja se obračunava tijekom razdoblja trajanja koncesije nad Autobusnim kolodvorom Osijek.
- Računalne programe, software i druge licence** čija bruto vrijednost čini 1% dugotrajne imovine te se ova kategorija nematerijalne imovine amortizira po stopi od 25%.

2 Materijalna imovina na 31.12.2022. godine iznosi ukupno 85% bruto vrijednosti dugotrajne imovine i u promatranom razdoblju se odnosi na:

- Građevinski objekti** s pripadajućim **zemljištem** odnose na autobusne kolodvore u Belom Manastiru, Belišću, Donjem Miholjcu, Đakovu, Našicama, Orahovici, na poslovne prostore u Vinkovcima, Zagrebu, Osijeku, Slavonskom Brodu i Makarskoj te stan u Zagrebu. Predmetni građevinski objekti uglavnom se amortiziraju po stopi od 5% te ova kategorija materijalne imovine čini 23% bruto vrijednosti dugotrajne imovine. Društvo je temeljem procjemenih elaborata 2023. godine provelo revalorizaciju iste te su promjene vrijednosti iskazane u dijelu procjene vrijednosti metodom neto imovine Društva.
- Transportna sredstva** na 31.12.2022. godine se odnose na 117 autobusa, 6 servisnih službenih vozila, 6 kombija za prijevoz putnika te 8 osobnih vozila čija ukupna vrijednost čini 57% bruto vrijednosti dugotrajne imovine Društva. Prosječna ponderirana stopa amortizacije autobusa iznosi 10%, servisna službena vozila amortiziraju se po stopama od 20% i 25%, kombiji za prijevoz putnika po stopama od 16,67% i 20% te osobna vozila najvećim dijelom po stopi od 20%.
- Ostala materijalna imovina** odnosi se na elektroničku i računalnu opremu, uredski namještaj, mjerne i kontrolne alate, alate servisne radionice te ulaganja u tuđu imovinu koja se uglavnom odnose na ulaganja na autobusnom kolodvoru u Osijeku i u servisnu radionu u Osijeku. Navedena kategorija materijalne imovine čini 5% bruto vrijednosti dugotrajne imovine.

Kretanje dugotrajne imovine

Tijekom promatranog razdoblja Društvo je imalo 21,8m HRK kapitalnih ulaganja koja su se odnosila na znavljanje voznog parka a ponajviše autobusa.



Radni kapital

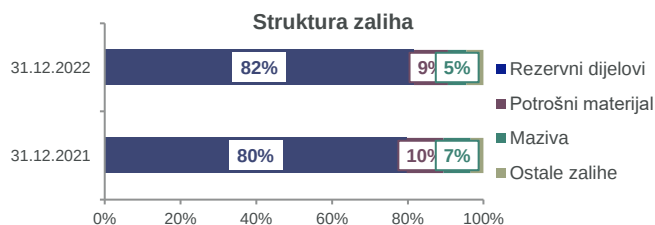
Društvo ima 58% potraživanja od kupaca koja su starija od 90 dana i gotovo se u potpunosti odnose na povezano društvo Autotrans d.d. U promatranom razdoblju obveze prema dobavljačima se podmiruju prosječno između 31 i 35 dana.

Projekt Fjord - Izvršajna Neto imovina		
'000 HRK	31.12.2021	31.12.2022
Dugotrajna imovina	87 828	81 784
Radni kapital	20 247	13 058
1 Zalihe	1 482	1 900
2 Potraživanja od kupaca	21 282	18 795
3 Obveze prema dobavljačima	(3 293)	(3 877)
Ostala potraživanja	3 189	2 195
Ostale obveze	(1 745)	(4 411)
Vremenska razgraničenja	(668)	(1 545)
Neto dug	(94 576)	(86 967)
Neto imovina	13 499	7 875
KPIs		
Dani vezivanja zaliha	179	161
Dani naplate potraživanja	158	103
Dani plaćanja dobavljača	35	31
Novčani jaz	302	234

Izvor: Bruto bilance, Informacije Menadžmenta, Mazars analiza

Radni kapital

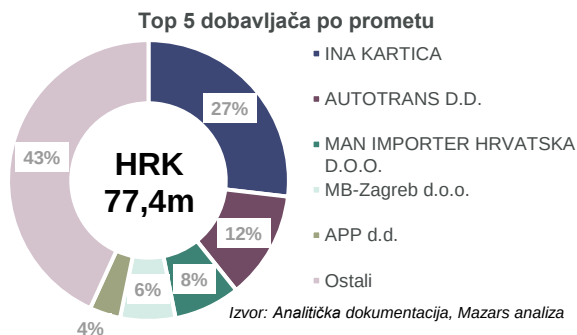
- Zalihe** se u promatranom razdoblju najvećim dijelom odnose na (i) rezervne dijelove za transportna sredstva koji su u prosjeku iznosili 81% ukupnih zaliha, (ii) potrošni materijal koji je u prosjeku iznosio 9% zaliha, (iii) maziva koja su u prosjeku iznosila 6% zaliha te (iv) ostale zalihe koje se uglavnom odnose na službenu odjeću, sitan inventar, kancelarijski materijal i ostalo te je u prosjeku iznosio 4% zaliha. Na 31.12.2021. i 31.12.2022. godine, zalihe su iznosile 3% prihoda od prodaje Društva.
- U promatranom razdoblju **potraživanja od kupaca** činila su prosječno 16% imovine Društva te su se gotovo u potpunosti odnosila na kupce u tuzemstvu (prosječno 99,9%), dok se neznatan dio odnosio na potraživanja prema kupcima u inozemstvu. Od ukupnog iznosa potraživanja od kupaca, prosječno se 86% potraživanja odnosilo na povezanu Društva, odnosno na Autotrans d.d. i APP d.d. Najvećih 5 kupaca u FG21 čini ukupno 76% prometa Društva, dok je u FG22 udio nešto niži i iznosi 64% te se odnosi na (i) Osječko – baranjsku županiju, (ii) Autotrans d.d., (iii) Ministarstvo oružanih snaga RH, (iv) APP d.d. te (V) Škola nogometa NK Osijek. Na 31.12.2022. godine 58% potraživanja stariji su od 90 dana od čega se gotovo sve (99,8%) odnosi na potraživanje prema povezanom društvu Autotrans d.d. **[QoWC] [QoND]**.
- Obveze prema dobavljačima** Društva u promatranom razdoblju prosječno čine 3% ukupne strukture kapitala Društva odnosno, u promatranom razdoblju prosječni dani plaćanja dobavljača kreću se između 31 i 35 dana. Društvo s 5 najvećih dobavljača u FG22 ostvaruje 57% od ukupnog prometa po dobavljačima, dok na 31.12.2022. prema ukupnom saldu se 5 najvećih dobavljača odnosi na 70% ukupnih obveza prema dobavljačima. U strukturi obveza prema dobavljačima nalaze se dobavljači dugotrajne imovine, tzv. CAPEX dobavljači **[QoWC] [QoND]**.



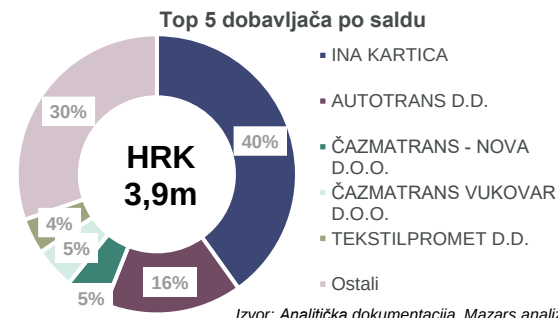
Izvor: Analitička dokumentacija, Mazars analiza

Projekt Fjord - Starosna struktura kupaca i dobavljača na 31.12.2022.					
'000 HRK	Nije dospjelo	do 90 dana	Od 91 do 180 dana	Od 181 do 365 dana	Više od 365 dana
Potraživanja od kupaca	2 582	5 272	5 030	4 764	1 148
Udio u ukupnim potraživanjima	14%	28%	27%	25%	6%
Obveze prema dobavljačima	3 123	803	(46)	4	(6)
Udio u ukupnim obvezama	81%	21%	-1%	0%	0%

Izvor: Bruto bilance, analitička dokumentacija, Mazars analiza



Izvor: Analitička dokumentacija, Mazars analiza



Izvor: Analitička dokumentacija, Mazars analiza

Ostali radni kapital

Vremenska razgraničenja Društva odnose se na (i) unaprijed plaćene troškove, (ii) obračunate troškove neiskorištenih godišnjih odmora, (iii) rezervacije za prigodne nagrade i (iv) rezervacija za bonuse te prosječno iznose 2% prihoda od prodaje u promatranom razdoblju.

Projekt Fjord - Izvršajna Neto imovina		
'000 HRK	31.12.2021	31.12.2022
Dugotrajna imovina	87 828	81 784
Radni kapital	20 247	13 058
Zalihe	1 482	1 900
Potraživanja od kupaca	21 282	18 795
Obveze prema dobavljačima	(3 293)	(3 877)
Ostala potraživanja	3 189	2 195
3 Ostale obveze	(1 745)	(4 411)
Vremenska razgraničenja	(668)	(1 545)
Neto dug	(94 576)	(86 967)
Neto imovina	13 499	7 875
KPIs		
Dani vezivanja zaliha	179	161
Dani naplate potraživanja	158	103
Dani plaćanja dobavljača	35	31
Novčani jaz	302	234

Izvor: Bruto bilance, Informacije Menadžmenta, Mazars analiza

Ostali radni kapital

3 Ostali radni kapital na 31.12.2021. i 31.12.2022. godine odnosio se na:

- i. **Ostala potraživanja** koja u prosjeku iznose 2% imovine Društva i najvećim se dijelom odnose na: (i) dane predujmove za turističke aranžmane, (ii) potraživanja od države na subvencije za gorivo te potpore za očuvanje radnih mjesta zbog Covid19, potraživanja za više plaćene doprinose i ostala potraživanja prema državi, (iii) potraživanja prema zaposlenicima za dane akontacije za službena putovanja i (iv) ostala potraživanja koja se uglavnom odnose na potraživanja prema kartičarima i potraživanja za obračun turističkih naknada.
- ii. **Ostale obveze** koje se uglavnom odnose na: (i) primljene predujmove koji se većinom odnose na primljene predujmove za turističke usluge, (ii) obveze prema zaposlenicima koje se odnose na neto plaće za 12. mjesec, dnevnice za rad na terenu, putne troškove i ostale obveze prema zaposlenicima, (iii) obveze prema državi koje se odnose na doprinose na plaću i iz plaće, PDV i ostale obveze prema državi i (iv) ostale obveze.
- iii. **Neto vremenska razgraničenja** koja se na izvještaje datume uglavnom odnose na: (i) unaprijed plaćene troškove, (ii) obračunate troškove neiskorištenih godišnjih odmora, (iii) rezervaciju za prigodne nagrade i (iv) rezervacija za bonuse. Vremenska razgraničenja su na izvještajne datume iznosila 1% imovine i 2% prihoda od prodaje Društva.

Neto dug

Financijske obveze čine 81% ukupne strukture kapitala Društva te se odnose na dugoročne i zajmove i Cash pool sredstva koja su se koristila za kapitalna ulaganja dok se dio Cash pool sredstava koristio za tekuću likvidnost tijekom Covid19 pandemije.

Projekt Fjord - Izveštajna Neto imovina		
'000 HRK	31.12.2021	31.12.2022
Dugotrajna imovina	87 828	81 784
Radni kapital	20 247	13 058
Neto dug	(94 576)	(86 967)
1 Novac	8 640	12 042
2 Dani zajmovi	2 500	2 500
3 Financijske obveze	(103 154)	(98 740)
Rezerviranja	(315)	(532)
Odgodena porezna obveza	(2 196)	(2 196)
Ostale dugoročne obveze - jamčevine	(51)	(41)
Neto imovina	13 499	7 875
Temeljni kapital	63 769	63 769
Revalorizacijske rezerve	10 004	10 004
Rezerve - zakonske	38	38
Zadržana dobit	(58 423)	(60 312)
Dobit tekuće godine	(1 889)	(5 624)
Kapital	13 499	7 875
KPIs		
Dani vezivanja zaliha	179	161
Dani naplate potraživanja	158	103
Dani plaćanja dobavljača	35	31
Novčani jaz	302	234

Izvor: Bruto bilance, Informacije Menadžmenta, Mazars analiza

Neto dug

- Novac** je na 31.12.2022. godine iznosio 12m HRK te se odnosi na: (i) sredstva na žiro računima u Raiffeisen banke i Privredne banke Zagreb i (ii) blagajne.
- Dani zajmovi** odnose se na zajam povezanom društvu Autotrans d.d. u iznosu od 2,5m HRK od 19. travnja 2019. godine s pripadajućom kamatnom stopom od 3%. Dodatkom ugovora, sklopljen 17. siječnja 2022., ugovorena je nova kamatna stopa od 2,68% koja se primjenjuje od 01.01.2022. godine. U promatranom razdoblju nije bilo otplata danog zajma.
- Financijske obveze** na izvještajne datume u prosjeku iznose 81% ukupne strukture kapitala Društva i odnose se na primljene dugoročne zajmove, kamate na kratkoročni dio dugoročnog zajma i Cash pool zajmove od matične Deutsche Bahn grupacije. Obveze po kreditima odnose se na:
 - zajam od DB Mobility Logistics AG od 12.05.2014., u iznosu od 8,5m HRK s kamatnom stopom od 3,68%, s kvartalnom otplatom te zajam dospijeva 02.05.2022. godine;
 - zajam od DB Mobility Logistics AG od 08.04.2015, u iznosu od 6,9m HRK s kamatnom stopom od 3,07%, s kvartalnom otplatom te zajam dospijeva 01/04/2022. godine;
 - zajam od DB Mobility Logistics AG od 01.12.2015., u iznosu od 6,5m HRK s kamatnom stopom od 4,3%, s kvartalnom otplatom te zajam dospijeva 01.12.2022. godine;
 - zajam od DB Mobility Logistics AG od 24.02.2016., u iznosu od 6,9m HRK s kamatnom stopom od 3,44%, s kvartalnom otplatom te zajam dospijeva 01.03.2022. godine;
 - zajam od Deutsche Bahn AG od 07.09.2016., u iznosu od 4,8m HRK s kamatnom stopom od 3,36%, s kvartalnom otplatom te zajam dospijeva 1.09.2023. godine;
 - zajam od Deutsche Bahn AG od 26.03.2018., u iznosu od 9,5m HRK s kamatnom stopom od 1,81%, s kvartalnom otplatom te zajam dospijeva 01.04.2025. godine.

Cash pool sredstva zaprimljena od Deutsche Bahn grupacije, sukladno informacijama Menadžmenta, najvećim se dijelom koriste za kapitalna ulaganja Društva, dok se dio zajmova koristio za tekuću likvidnost Društva tijekom Covid19 pandemije.

Neto dug

Odgođena porezna obveza odnosi se revalorizaciju vrijednosti građevinskih objekata i zemljišta Društva.

Projekt Fjord - Izveštajna Neto imovina		
'000 HRK	31.12.2021	31.12.2022
Dugotrajna imovina	87 828	81 784
Radni kapital	20 247	13 058
Neto dug	(94 576)	(86 967)
Novac	8 640	12 042
Dani zajmovi	2 500	2 500
Financijske obveze	(103 154)	(98 740)
① Rezerviranja	(315)	(532)
② Odgođena porezna obveza	(2 196)	(2 196)
③ Ostale dugoročne obveze - jamčevine	(51)	(41)
Neto imovina	13 499	7 875
Temeljni kapital	63 769	63 769
Revalorizacijske rezerve	10 004	10 004
Rezerve - zakonske	38	38
Zadržana dobit	(58 423)	(60 312)
Dobit tekuće godine	(1 889)	(5 624)
Kapital	13 499	7 875
KPIs		
Dani vezivanja zaliha	179	161
Dani naplate potraživanja	158	103
Dani plaćanja dobavljača	35	31
Novčani jaz	302	234

Izvor: Bruto bilance, Informacije Menadžmenta, Mazars analiza

Neto dug

- ① **Rezerviranja** se na izvještaje datume odnose na (i) mirovine, (ii) jubilarne nagrade i (iii) sudski spor koje Društvo ima s Hrvatskim zavodom za mirovinsko osiguranje na Trgovačkom sudu u Osijeku. Protiv Društva je HZMO podnio tužbu radi plaćanja 205,8k HRK na ime naknade štete za tjelesno oštećenje osiguranika g. Dragana Sajferta koji je povrijeđen u nezgodi na poslu koja se dogodila 1979. godine. Sukladno informacijama Menadžmenta, Društvo je imao nekoliko sporova s HZMO koje je izgubilo dok je zadnji sudski spor završio u korist Društva te je Društvo rezerviralo sredstva kao mjeru predostrožnosti iako se, prema mišljenju odvjetnika Društva, očekuje presuda Trgovačkog suda u Osijek u korist Društva. **[QoND]**
- ② **Odgođena porezna obveza** odnosi se na građevinske objekte Društva s pripadajućim zemljištima temeljem provedene revalorizacije vrijednosti predmetnih građevinskih objekata.
- ③ **Ostale dugoročne obveze** odnose se na jamčevine za najmove sukladno informacijama Menadžmenta.

Normalizirana neto imovina

Normalizacija neto imovine Društva odnosi se rezerviranja za sudske sporove i na reklasifikacije potraživanja prema kupcima i državi za Covid potpore i subvenciju za gorivo i plin te CAPEX dobavljača.

Projekt Fjord - Neto imovina			Normalizacije		Normalizirani	
'000 HRK	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2022
Dugotrajna imovina	87 828	81 784	-	-	87 828	81 784
Radni kapital	20 247	13 058	(15 153)	(11 937)	5 094	1 121
Zalihe	1 482	1 900	-	-	1 482	1 900
1 Potraživanja od kupaca	21 282	18 795	(14 735)	(10 922)	6 548	7 874
2 Obveze prema dobavljačima	(3 293)	(3 877)	267	128	(3 027)	(3 749)
3 Ostala potraživanja	3 189	2 195	(686)	(1 143)	2 503	1 052
Ostale obveze	(1 745)	(4 411)	-	-	(1 745)	(4 411)
Vremenska razgraničenja	(668)	(1 545)	-	-	(668)	(1 545)
Neto dug	(94 576)	(86 967)	15 153	12 120	(79 423)	(74 846)
Novac	8 640	12 042	-	-	8 640	12 042
Dani zajmovi	2 500	2 500	-	-	2 500	2 500
3 Potraživanja za državne potpore i subvencije	-	-	686	1 143	686	1 143
Financijske obveze	(103 154)	(98 740)	-	-	(103 154)	(98 740)
4 Rezerviranja	(315)	(532)	-	224	(315)	(308)
4 Odgođena porezna obveza	(2 196)	(2 196)	-	(40)	(2 196)	(2 236)
Ostale dugoročne obveze - jamčevine	(51)	(41)	-	-	(51)	(41)
2 CAPEX dobavljači	-	-	(267)	(128)	(267)	(128)
1 Potraživanja za financiranje povezanog društva	-	-	14 735	10 922	14 735	10 922
Neto imovina	13 499	7 875	-	183	13 499	8 058
Temeljni kapital	63 769	63 769	-	-	63 769	63 769
Revalorizacijske rezerve	10 004	10 004	-	-	10 004	10 004
Rezerve - zakonske	38	38	-	-	38	38
Zadržana dobit	(58 423)	(60 312)	-	183	(58 423)	(60 128)
Dobit tekuće godine	(1 889)	(5 624)	-	-	(1 889)	(5 624)
Kapital	13 499	7 875	-	183	13 499	8 058
KPIs						
Dani vezivanja zaliha	179	161			179	161
Dani naplate potraživanja	158	103			49	43
Dani plaćanja dobavljača	35	31			33	31
Novčani jaz	302	234			195	174
Broj dionica	6 376 880	6 376 880			6 376 880	6 376 880
Vrijednost po dionici	2,1	1,2			2,1	1,3

Izvor: Bruto bilance, Informacije Menadžmenta, Mazars analiza

Normalizirana neto imovina

- Normalizacije neto imovine odnose se na rezerviranja za sudske sporove te na tri reklasifikacije koje se odnose na:

- U promatranom razdoblju Društvo ima značajna potraživanja starija od 90 dana (70% u FG21 i 58% u FG22) koja se gotovo u potpunosti odnose na potraživanja prema povezanom društvu Autotrans d.d. Budući da Društvo nema slične komercijalne uvjete s drugim kupcima, mišljenja smo kako bi sva potraživanja starija od 90 dana prema Autotransu trebalo promatrati kao financiranje povezanog društva, slijedom čega su navedena potraživanja isključena iz radnog kapitala te ih promatramo u okviru neto duga Društva. Nakon provedene normalizacije, dani naplate potraživanja kreću se između 43 i 49 dana.
- CAPEX dobavljači odnose se na dobavljače osnovnih sredstava te nisu dio operativnih aktivnosti već investicijskih, zbog čega smatramo kako iste treba isključiti iz radnog kapitala te ih promatrati iz pozicije neto duga.
- Iz radnog kapitala smo isključili potraživanja prema državi u iznosu od 686k HRK u 2021. koja se odnose na potraživanja za Covid potpore i 1,1m HRK u 2022. godini koja se odnose na potraživanja za potpore za gorivo te ćemo ih promatrati iz pozicije neto duga budući da smo mišljenja kako povezani prihodi nisu dio operativne djelatnosti Društva.
- Budući da je iz mišljenja odvjetnika razvidno kako se očekuje pozitivan ishod sudskog spora s HZMO, smatramo kako je potrebno ukinuti predmetnu rezervaciju uslijed čega bi nastala porezna obveza koja je obuhvaćena normalizacijama neto imovine Društva.

05

Poslovni plan



Poslovni plan – Menadžment - RDG

Menadžment očekuje kako će prihodi od prodaje u FG23 biti na razinama 90% od predpandemijske 2019. godine, nakon čega će se rast istih ustaliti na 3,3% godišnje što je u skladu procjenom kretanja tržišta prijevoza putnika u Hrvatskoj (Statista Market Forecast).

Projekt Fjord - RDG - Poslovni plan							
'000 HRK	Normalizirani		Projekcije				
	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
1 Prihodi od prodaje	49 176	66 316	73 000	75 402	77 883	80 445	83 092
2 Troškovi - SIM	(13 794)	(19 244)	(20 831)	(21 516)	(22 224)	(22 955)	(23 710)
Bruto marža	35 382	47 072	52 170	53 886	55 659	57 490	59 382
3 Ostali poslovni prihodi	6 276	6 657	7 328	15 103	15 352	15 609	15 875
4 Troškovi - zaposlenici	(9 338)	(16 785)	(18 477)	(19 085)	(19 713)	(20 361)	(21 031)
Troškovi - vanjske usluge	(11 932)	(16 662)	(18 859)	(19 480)	(20 120)	(20 782)	(21 466)
Troškovi - najam	(2 224)	(1 757)	(1 903)	(1 964)	(2 027)	(2 092)	(2 160)
Troškovi - službeni put	(1 680)	(2 544)	(2 647)	(2 734)	(2 824)	(2 917)	(3 013)
Troškovi - ostale usluge	(3 930)	(3 985)	(5 110)	(5 279)	(5 452)	(5 632)	(5 817)
Ostali operativni troškovi	(572)	(999)	(974)	(1 006)	(1 039)	(1 074)	(1 109)
EBITDA	11 983	10 994	11 526	19 441	19 834	20 241	20 660
Amortizacija	(13 252)	(14 129)	(14 186)	(13 217)	(12 407)	(11 045)	(10 293)
EBIT	(1 270)	(3 134)	(2 660)	6 224	7 427	9 195	10 367
Neto financijski rezultat	(1 435)	(2 838)	(4 856)	(4 370)	(4 186)	(3 952)	(3 669)
Neto izvanredni rezultat	656	348	-	-	-	-	-
Porez na dobit	160	-	-	-	-	-	-
Neto dobit	(1 889)	(5 624)	(7 516)	1 854	3 241	5 243	6 698
KPIs							
Rast prodaje (%)	n.p.	34,9%	10,1%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%
Bruto marža (%)	71,9%	71,0%	71,5%	71,5%	71,5%	71,5%	71,5%
FTE	197	181	181	181	181	181	181
Prosječna mjesečna bruto II plaća	3 146	6 415	7 062	7 294	7 534	7 782	8 038
Prosječan mjesečni bruto trošak zaposlenika	3 950	7 728	8 507	8 787	9 076	9 374	9 683
Trošak zaposlenika / prihodi od prodaje (%)	-19,0%	-25,3%	-25,3%	-25,3%	-25,3%	-25,3%	-25,3%
EBITDA marža (%)	21,6%	15,1%	14,3%	21,5%	21,3%	21,1%	20,9%
EBIT marža (%)	-2,3%	-4,3%	-3,3%	6,9%	8,0%	9,6%	10,5%
Neto profitna marža (%)	-3,4%	-7,7%	-9,4%	2,0%	3,5%	5,5%	6,8%

Izvor: Bruto bilance, Informacije Menadžmenta, Mazars analiza

Poslovni plan (Menadžment)

- Poslovni plan prikazan u nastavku, pripremljen od strane Menadžmenta, sadrži očekivanja Menadžmenta o poslovanju Društva u budućem razdoblju, sljedećih 5 godina a za potrebe predmetne valuacije Društva.

- Planirani **prihod od prodaje** u 2023. veći je za 10,1% u odnosu na prethodnu godinu uslijed nastavka oporavka tržišta prijevoza pogođenog Covid19 pandemijom, odnosno Menadžment očekuje kako će prihodi od prodaje u 2023. biti na razini 90% od predpandemijske 2019. godine. U narednom razdoblju Menadžment očekuje usporavanje rasta tržišta prijevoza putnika te očekivani rast prihoda od prodaje iznosi 3,3% što je u skladu s projekcijama Statista Market Forecast za predmetno tržište u RH u razdoblju od 2023. do 2027. godine.
- Troškovi sirovina i materijala** planirani su sukladno prosječnoj normaliziranoj bruto marži koja je iznosila 71,5% u promatranom razdoblju.
- Ostali poslovni prihodi** planirani su na razini normaliziranog udjela u prihodima iz 2022. godine u iznosu od 10% te dodatno Menadžment očekuje kako će od 2024. godine od subvencija lokalnih vlasti za pružanje usluga javnog prijevoza dodatno uprihoditi godišnje oko EUR 1m.
- Trošak zaposlenika** planiran je u skladu s normaliziranim udjelom u prihodima iz 2022. godine, budući da je Društvo bilo primorano podizati plaće djelatnika s ciljem zadržavanja istih, a očekuje se kako će u budućem razdoblju rast plaća djelatnika pratiti rast poslovanja Društva.

Poslovni plan – Menadžment - RDG

Uslijed kumuliranih gubitaka iz poslovnog rezultata, prema očekivanjima Menadžmenta, Društvo sljedećih 5 godina neće imati obvezu poreza na dobit. Planirana EBITDA marža kreće se od 14,3% do 20,9%, dok je rast iste uzrokovan očekivanim subvencijama lokalnih vlasti za pružanje usluga javnog prijevoza u iznosu od EUR 1m godišnje.

Projekt Fjord - RDG - Poslovni plan

'000 HRK	Normalizirani		Projekcije				
	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Prihodi od prodaje	49 176	66 316	73 000	75 402	77 883	80 445	83 092
Troškovi - SIM	(13 794)	(19 244)	(20 831)	(21 516)	(22 224)	(22 955)	(23 710)
Bruto marža	35 382	47 072	52 170	53 886	55 659	57 490	59 382
Ostali poslovni prihodi	6 276	6 657	7 328	15 103	15 352	15 609	15 875
Troškovi - zaposlenici	(9 338)	(16 785)	(18 477)	(19 085)	(19 713)	(20 361)	(21 031)
6 Troškovi - vanjske usluge	(11 932)	(16 662)	(18 859)	(19 480)	(20 120)	(20 782)	(21 466)
5 Troškovi - najam	(2 224)	(1 757)	(1 903)	(1 964)	(2 027)	(2 092)	(2 160)
Troškovi - službeni put	(1 680)	(2 544)	(2 647)	(2 734)	(2 824)	(2 917)	(3 013)
6 Troškovi - ostale usluge	(3 930)	(3 985)	(5 110)	(5 279)	(5 452)	(5 632)	(5 817)
Ostali operativni troškovi	(572)	(999)	(974)	(1 006)	(1 039)	(1 074)	(1 109)
EBITDA	11 983	10 994	11 526	19 441	19 834	20 241	20 660
7 Amortizacija	(13 252)	(14 129)	(14 186)	(13 217)	(12 407)	(11 045)	(10 293)
EBIT	(1 270)	(3 134)	(2 660)	6 224	7 427	9 195	10 367
8 Neto financijski rezultat	(1 435)	(2 838)	(4 856)	(4 370)	(4 186)	(3 952)	(3 669)
Neto izvanredni rezultat	656	348	-	-	-	-	-
9 Porez na dobit	160	-	-	-	-	-	-
Neto dobit	(1 889)	(5 624)	(7 516)	1 854	3 241	5 243	6 698
KPIs							
Rast prodaje (%)	n.p.	34,9%	10,1%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%
Bruto marža (%)	71,9%	71,0%	71,5%	71,5%	71,5%	71,5%	71,5%
FTE	197	181	181	181	181	181	181
Prosječna mjesečna bruto II plaća	3 146	6 415	7 062	7 294	7 534	7 782	8 038
Prosječan mjesečni bruto trošak zaposlenika	3 950	7 728	8 507	8 787	9 076	9 374	9 683
Trošak zaposlenika / prihodi od prodaje (%)	-19,0%	-25,3%	-25,3%	-25,3%	-25,3%	-25,3%	-25,3%
EBITDA marža (%)	21,6%	15,1%	14,3%	21,5%	21,3%	21,1%	20,9%
EBIT marža (%)	-2,3%	-4,3%	-3,3%	6,9%	8,0%	9,6%	10,5%
Neto profitna marža (%)	-3,4%	-7,7%	-9,4%	2,0%	3,5%	5,5%	6,8%

Izvor: Bruto bilance, Informacije Menadžmenta, Mazars analiza

Poslovni plan (Menadžment)

- 5 Trošak najma opreme i vozila planiran je na razini udjela u prihodima od prodaje iz 2022., dok trošak najma poslovnih prostora raste 3% godišnje u odnosu na 2022. godinu.
- 6 Ostale stavke operativnih rashoda planirane su sukladno prosječnim udjelima u prihodima od prodaje u povijesnom razdoblju.
- 7 Trošak amortizacije odnosi se na amortizaciju trenutne imovine Društva prema pripadajućim amortizacijskim stopama iz 2022. godine te dodatno na amortizaciju planiranih kapitalnih ulaganja u projiciranom razdoblju koja iznosi, sukladno očekivanju Menadžmenta, EUR 1,4m godišnje. Projicirana kapitalna ulaganja amortizirana su sukladno prosječnoj ponderiranoj stopi amortizacije Društva u 2022. godini koja iznosi 7,3%.
- 8 Neto financijski rezultat Društva odnosi se na trošak kamata prema postojećem otplatnom planu te dodatno trošku kamata na planirane Cash Pool zajmove čija je kamatna stopa u 2023. godini 5,5% te je ista planirana za cijelo projicirano razdoblje.
- 9 Sukladno očekivanjima Menadžmenta, zbog kumuliranog poslovnog gubitka te očekivanog poslovnog gubitka u 2023. godini, planirano je kako Društvo u sljedećih 5 projiciranih godina neće imati obvezu plaćanja poreza na dobit.
 - Planirana EBITDA marža kreće se od 14,3% u 2023. do 20,9% u 2027. godini, dok je rast iste uzrokovan subvencijama lokalnih vlasti za pružanje usluga javnog prijevoza u iznosu od EUR 1m koji se očekuje od 2024. godine.

06

Procjena vrijednosti DCF metodom



Pretpostavke procjene vrijednosti DCF metodom

DCF metoda je primijenjena na normalizirani poslovni plan Društva uz diskontiranje slobodnih novčanih tokova za razdoblje od FG23 do FG27 prema pretpostavljenom WACC-a u iznosu 11,47%, dok u terminalnom razdoblju WACC iznosi 10,90%.

Projekt Fjord - DCF metoda						
'000 HRK	2023	2024	2025	2026	2027	TV
Poslovni prihodi	80 328	90 505	93 235	96 054	98 967	100 590
Rast poslovnih prihoda	21,1%	12,7%	3,0%	3,0%	3,0%	1,6%
EBITDA	11 526	19 441	19 834	20 241	20 660	21 300
EBITDA marža (%)	14,3%	21,5%	21,3%	21,1%	20,9%	21,2%
1 EBIT	(2 660)	6 224	7 427	9 195	10 367	10 752
EBIT marža (%)	(3,3%)	6,9%	8,0%	9,6%	10,5%	10,7%
2 NOPLAT	(2 660)	6 224	7 427	9 195	10 367	8 817
(-) CAPEX	(10 548)	(10 548)	(10 548)	(10 548)	(10 548)	(10 548)
(+) Amortizacija	14 186	13 217	12 407	11 045	10 293	10 548
4 (+/-) Promjena u radnom kapitalu	(2 727)	(126)	(131)	(135)	(139)	(142)
Slobodni novčani tok poduzeću (FCFF)	(1 749)	8 767	9 156	9 557	9 972	8 675
5 Stabilna stopa rasta						1,6%
Terminalna vrijednost						88 234
Diskontirani slobodni novčani tok poduzeću	(1 657)	7 449	6 979	6 535	6 117	54 403
WACC	11,47%	11,47%	11,47%	11,47%	11,47%	10,90%
Diskontni faktor	0,95	0,85	0,76	0,68	0,61	0,62

Izvor: Bruto bilanca, Informacije Menadžmenta, Mazars analiza

Terminalna vrijednost

- 5 Stabilna stopa rasta je pretpostavljena na razini nerizične stope.
- EBITDA marža u terminalnom razdoblju planirana je na razini prosječne EBITDA marže između 2024. i 2027. godine te iznosi 21,2%.
 - CAPEX u terminalnom razdoblju je projiciran na razini istog u FG27.
 - Amortizacija je pretpostavljena na razini CAPEX-a u terminalnom razdoblju.
 - Radni kapital u terminalnom razdoblju projiciran je sukladno stabilnoj stopi rasta.

Pretpostavke procjene vrijednosti DCF metodom

Novčani tokovi kroz projicirano razdoblje

- 1 EBIT je planiran sukladno normaliziranom poslovnom planu.
- 2 NOPLAT je u prvih 5 projiciranih godina jednak operativnoj dobiti budući da se očekuje kako Društvo uslijed kumuliranih prenesenih poslovnih gubitaka neće imati obvezu poreza na dobit u sljedećih 5 godina. U terminalnom razdoblju NOPLAT je projiciran sukladno stopi poreza na dobit u iznosu 18%.
- 3 Sukladno informacijama i očekivanjima Menadžmenta, planirani godišnji CAPEX iznosi 10,5m HRK odnosno EUR 1,4m.
- Amortizacija je izračunata prema očekivanom iznosu amortizacije postojeće opreme te prosječnom ponderiranom stopom amortizacije za novu opremu nabavljenu kroz projicirano razdoblje (planiranim CAPEX-om).
- 4 Radni kapital Društva projiciran je prema sljedećim pretpostavkama:
- Zalihe sukladno povijesnom prosječnom udjelu u prihodima od prodaje koji iznosi 3%,
 - Potraživanja od kupaca sukladno povijesnom prosjeku normaliziranih dana naplate potraživanja od kupaca koji iznose 46 dana,
 - Obveze prema dobavljačima sukladno povijesnom prosjeku normaliziranih dana plaćanja obveza prema dobavljačima koji iznose 32 dana,
 - Ostale stavke radnog kapitala sukladno povijesnom udjelu u prihodima od prodaje.

Pretpostavke procjene vrijednosti DCF metodom

Sukladno ranije iznesenim pretpostavkama projekcija i WACC-u od 11,47% i 10,90%, implicirana operativna vrijednost Društva iznosi 79,8m HRK (EUR 10,6m) dok implicirana vrijednost vlasničkog kapitala iznosi 5,0m HRK (EUR 661k).

EV i implicirana vrijednost vl.kapitala '000 HRK	
WACC	11,47%
Stable growth rate	1,64%
Implicirana operativna vrijednost (EV)	79 826
Neto dug	(74 846)
Novac	12 042
Dani zajmovi	2 500
Potraživanja za državne potpore i subvencije	1 143
Financijske obveze	(98 740)
Rezerviranja	(308)
Odgodena porezna obveza	(2 236)
Ostale dugoročne obveze - jamčevine	(41)
CAPEX dobavljači	(128)
Potraživanja za financiranje povezanog društva	10 922
Implicirana vrijednost vlasničkog kapitala	4 979
Implicirana EV / Normalizirana EBITDA 2022.	7,3x

Vrijednost društva Panturist na 31. prosinac 2022.

Operativna vrijednost

- Operativna vrijednost Društva dobivena je zbrojem diskontiranih slobodnih novčanih tokova poduzeća u razdoblju od FG23 do FG27 te diskontirane terminalne vrijednosti. Operativna vrijednost poduzeća, uz prethodno navedene pretpostavke, iznosi **79,8m HRK**.

Vrijednost vlasničkog kapitala

- Za izračun implicirane vrijednosti vlasničkog kapitala potrebno je operativnu vrijednost poduzeća korigirati za normalizirani iznos neto duga Društva na 31. prosinac 2022. godine koji se najvećim dijelom sastoji od:
 - Novac na bankovnim računima Društva u iznosu od **12m HRK**;
 - Obveze prema Deutsche Bahn grupaciji za primljene zajmove i Cash Pool zajmove u iznosu od **98,7m HRK**;
 - Potraživanja prema povezanom društvu Autotrans koja iznose **10,9m HRK**.
- Implicirana vrijednost vlasničkog kapitala, sukladno ranije navedenim pretpostavkama, iznosi 5,0m HRK / EUR 661k.**

Analiza osjetljivosti

- Analiza osjetljivosti provedena je za impliciranu vrijednost vlasničkog kapitala na temelju promjene dva parametra:
- Implicirana operativna vrijednost Društva kreće se u rasponu od **0 HRK** (WACC +1 p.p., stabilna stopa rasta u TV -1 p.p.) do **18,2m HRK (EUR 2,4m)** (WACC -1 p.p., stabilna stopa rasta u TV +0,5 p.p.) sa srednjom vrijednosti od **5,0m HRK / EUR 661k**.

'000 HRK		Stabilna stopa rasta				
		0,64 %	1,14 %	1,64 %	2,14 %	2,64 %
WACC	9,47%	15 293	19 761	24 800	30 525	37 089
	10,47%	6 335	9 865	13 795	18 197	23 161
	11,47%	-	1 838	4 979	8 457	12 329
	12,47%	-	-	-	558	3 653
	13,47%	-	-	-	-	-

Izvor: Mazars analiza

Procjena vrijednosti metodom multiplikatora



Procjena vrijednosti metodom multiplikatora

Sukladno metodi multiplikatora usporedivih transakcija, vrijednost vlasničkog kapitala iznosi 0 HRK. Uslijed svojih ograničenja, ova metoda se koristi samo kao indikacija, odnosno za informativne svrhe.

Projekt Fjord - Metoda multiplikatora	
'000 HRK	
Normalizirana EBITDA	10 994
EV/EBITDA medijan	5,5x
Operativna vrijednost (EV)	60 608
Neto dug	(74 846)
Novac	12 042
Dani zajmova	2 500
Potraživanja za državne potpore i subvencije	1 143
Financijske obveze	(98 740)
Rezerviranja	(308)
Odgodena porezna obveza	(2 236)
Ostale dugoročne obveze - jamčevine	(41)
CAPEX dobavljači	(128)
Potraživanja za financiranje povezanog društva	10 922
Vrijednost vlasničkog kapitala	-

Izvor: Mergermarket, Mazars analiza

Multiplikatori usporedivih transakcija

- Metoda multiplikatora, tj. tržišni pristup, zasniva se na multiplikatorima koji su postignuti kao rezultat tržišnih transakcija. Međutim, u praksi je teško odrediti usporedive transakcije ili usporediva poduzeća zbog često limitiranih mogućnosti otkrivanja uvjeta transakcije koji mogu značajno utjecati na plaćenu cijenu. Stoga se ova metoda koristi samo kao indikacija, odnosno pomoćna metoda procjene vrijednosti. Skrećemo pozornost, da je dobiveni multiplikator (iako ga je potrebno promatrati samo za informacijske svrhe) niži od izvedenog multiplikatora dobiven primjenom DCF metode (5,5x vs 7,3x), što indikativno upućuje da je poslovni plan Društva optimističan.
- Uslijed razlika u veličini preuzetih poduzeća iz usporedivih transakcija i uslijed razlika u rizicima države u kojima preuzeta poduzeća posluju, pomoću sljedeće formule su prilagođeni multiplikatori usporedivih transakcija:

$$\text{Prilagođena EV / EBITDA} = \frac{1}{\text{Izveštajni EV / EBITDA}} + \frac{\text{(rizik države Društva - rizik države targeta + rizik veličine Društva - rizik veličine targeta)}}{1}$$

- Sukladno prilagođenom EV/EBITDA medijanu, implicirana vrijednost vlasničkog kapitala Društva na 31. prosinac 2022. godine iznosi 0 HRK budući da je neto dug veći od operativne vrijednosti Društva.

Projekt Fjord - Transakcijske multiple										
Datum transakcije	Target	Opis	Država	Preuzimatelj	EV (EURm)	EBITDA (EURm)	EV / EBITDA	Prilagodbe Rizik države Rizik veličine		Prilagođena EV / EBITDA
26.1.2023	Rotala Plc (36.3% Stake)	Tvrtka sa sjedištem u Ujedinjenom Kraljevstvu koja pruža usluge prijevoza za tvrtke, lokalne vlasti, javnost i privatne osobe	UK	Rotala Plc	81,4	16,8	4,8x	1,03%	3,05%	4,4x
13.12.2021	Nobina AB (100% Stake)	Grupacija za autobusni prijevoz sa sjedištem u Švedskoj	Švedska	Basalt Infrastructure Partners LLP	1 475,8	191,8	7,7x	0,00%	1,21%	5,5x
6.5.2021	Telepass AB	Tvrtka sa sjedištem u Švedskoj koja pruža usluge prijevoza	Švedska	Nobina AB	14,7	6,0	2,5x	0,00%	3,05%	2,3x
7.2.2018	New Adventure Travel Limited	Tvrtka sa sjedištem u Ujedinjenom Kraljevstvu koja upravlja autobusnim voznim parkom	UK	ComfortDelGro Corporation Limited	15,1	2,4	6,3x	1,03%	3,05%	5,5x
11.10.2005	Alsa Group SL	Tvrtka sa sjedištem u Španjolskoj koja se bavi pružanjem usluga prijevoza putnika	Španjolska	National Express Group Plc	670,8	70,0	9,6x	2,76%	1,21%	7,8x
25.2.2005	Transportes Sul do Tejo SA; Barraqueiro Group	Operator redovitih autobusnih linija u prigradskoj regiji	Portugal	Arriva plc / Barraqueiro Group (Joint Venture)	133,9	17,0	7,9x	3,29%	3,05%	7,9x
Project Fjord - Panturist								3,29%	3,05%	
								Medijan		5,5x

Izvor: Mergermarket, Mazars analiza

Procjena vrijednosti metodom neto imovine

8.1 Pretpostavke procjene vrijednosti metodom neto imovine

46



Pretpostavke procjene vrijednosti metodom neto imovine

Imajući u vidu dodatne korekcije tržišne vrijednosti imovine / obveza, procijenjena vrijednost vlasničkog kapitala Društva prema metodi neto imovine na 31.12.2022. iznosi 10,6m HRK (EUR 1,4m), odnosno 1,7 HRK (EUR 0,22) po dionici Društva. (1/2)

Projekt Fjord - Neto imovina		Korekcije tržišne vrijednosti 31.12.2022	Procijenjena tržišna vrijednost 31.12.2022
	Normalizirana 31.12.2022		
'000 HRK	31.12.2022	31.12.2022	31.12.2022
Dugotrajna imovina	81 784	2 753	84 537
1 Nematerijalna imovina	20 432	575	21 007
2 Materijalna imovina	61 352	2 178	63 531
Radni kapital	1 121	-	1 121
Neto dug	(74 846)	(243)	(75 089)
Novac	12 042	-	12 042
Dani zajmovi	2 500	-	2 500
Potraživanja za državne potpore i subvencije	1 143	-	1 143
Financijske obveze	(98 740)	-	(98 740)
Rezerviranja	(308)	308	-
Odgodena porezna obveza	(2 236)	(551)	(2 787)
Ostale dugoročne obveze - jamčevine	(41)	-	(41)
CAPEX dobavljači	(128)	-	(128)
Potraživanja za financiranje povezanog društva	10 922	-	10 922
Neto imovina	8 058	2 510	10 569
Temeljni kapital	63 769	-	63 769
Revalorizacijske rezerve	10 004	-	10 004
Rezerve - zakonske	38	-	38
Zadržana dobit	(60 128)	2 510	(57 618)
Dobit tekuće godine	(5 624)	-	(5 624)
Kapital	8 058	2 510	10 569
KPIs			
Broj dionica	6 376 880		6 376 880
Vrijednost po dionici	1,3		1,7

Izvor: Bruto bilance, Informacije Menadžmenta, Mazars analiza

Pretpostavke procjene vrijednosti metodom neto imovine

- Promjena vrijednosti prava građenja koja se odnosi na koncesiju nad Autobusnim kolodvorom Osijek temelji se na poslovnom planu predmetnog kolodvora dostavljenog od strane Menadžmenta koji se sastoji od prihoda od prodaje koje kolodvor stvara, ušteda Društvu koje se ostvaruju uslijed upravljanja kolodvorom, odnosno uštede predstavljaju sve troškove koje bi Društvo imalo kada bi imalo komercijalne uvjete na kolodvoru kao i svi drugi autoprijevoznici te operativne troškove i troškove održavanja kolodvora. Koncesija nad Autobusnim kolodvorom Osijek traje do 25.03.2038. godine. Sukladno Menadžment planu, budući projicirani novčani tokovi diskontirani su prosječnim ponderiranim troškom kapitala Društva, iz čega proizlazi kako procijenjena tržišna vrijednost prava građenja nad Autobusnim kolodvorom u Osijeku na 31.12.2022. godine, temeljem poslovnog plana Društva, iznosi 21m HRK što je povećanje vrijednosti za 575k HRK u odnosu na knjigovodstvenu vrijednost prava građenja na 31.12.2022. godine. Prikaz izračuna procjene vrijednosti prava građenja dan je u prilogu ovog Izvještaja.
- Korekcije tržišne vrijednosti materijalne imovine Društva odnose se na revalorizaciju transportnih sredstava te građevinskih objekata s pripadajućim zemljištima.
 - Revalorizacija transportnih sredstava napravljena je sukladno procjembenim elaboratima izrađenim od strane g. Željka Cvijaničevića, ovlaštenog sudskog vještaka za cestovni promet i procjenu motornih vozila. Temeljem navedenih procjembenih elaborata proizlazi kako je tržišna vrijednost transportnih sredstava (autobusa i kombija za prijevoz putnika) za 757k HRK manja od knjigovodstvene vrijednosti istih na 31.12.2022. godine. Iz navedene usklade proizlazi i odgođena porezna imovina koja je iskazana kao umanjenje odgođene porezne obveze.
 - Korekcije vrijednosti građevinskih materijala s pripadajućim zemljištem napravljene su temeljem procjembenih elaborata, iz 2023. godine, izrađenih od strane društva M-ING d.o.o. iz čega proizlazi kako je tržišna vrijednost predmetne imovine Društva veća za 2,9m HRK od njene knjigovodstvene vrijednosti na 31.12.2022. godine. Iz navedene usklade proizlazi odgođena porezna obveza.

Pretpostavke procjene vrijednosti metodom neto imovine

Imajući u vidu dodatne korekcije tržišne vrijednosti imovine / obveza, procijenjena vrijednost vlasničkog kapitala Društva prema metodi neto imovine na 31.12.2022. iznosi 10,6m HRK (EUR 1,4m), odnosno 1,7 HRK (EUR 0,22) po dionici Društva.(2/2)

Projekt Fjord - Neto imovina			
	Normalizirana	Korekcije tržišne vrijednosti	Procijenjena tržišna vrijednost
'000 HRK	31.12.2022	31.12.2022	31.12.2022
Dugotrajna imovina	81 784	2 753	84 537
Nematerijalna imovina	20 432	575	21 007
2 Materijalna imovina	61 352	2 178	63 531
3 Radni kapital	1 121	-	1 121
4 Neto dug	(74 846)	(243)	(75 089)
Novac	12 042		12 042
Dani zajmovi	2 500		2 500
Potraživanja za državne potpore i subvencije	1 143		1 143
Financijske obveze	(98 740)	-	(98 740)
4a Rezerviranja	(308)	308	-
4b Odgođena porezna obveza	(2 236)	(551)	(2 787)
Ostale dugoročne obveze - jamčevine	(41)		(41)
CAPEX dobavljači	(128)		(128)
Potraživanja za financiranje povezanog društva	10 922		10 922
Neto imovina	8 058	2 510	10 569
Temeljni kapital	63 769	-	63 769
Revalorizacijske rezerve	10 004	-	10 004
Rezerve - zakonske	38	-	38
Zadržana dobit	(60 128)	2 510	(57 618)
Dobit tekuće godine	(5 624)	-	(5 624)
Kapital	8 058	2 510	10 569
KPIs			
Broj dionica	6 376 880		6 376 880
Vrijednost po dionici	1,3		1,7

Izvor: Bruto bilance, Informacije Menadžmenta, Mazars analiza

Imajući u vidu navedene korekcije tržišne vrijednosti, procijenjena vrijednost vlasničkog kapitala Društva na 31.12.2022. godine, prema metodi neto imovine, iznosi 10,6m HRK odnosno 1,7 HRK po dionici Društva. Primjenom konverzijskog tečaja proizlazi kako procijenjena vrijednost vlasničke glavnice iznosi **EUR 1,4m** odnosno **EUR 0,22 po dionici Društva**. Predmetnu metode smatramo primjenjivom te je konačna procijenjena vrijednost vlasničkog kapitala dobivena korištenjem metode neto imovine (statičke metode) budući da ista maksimizira bogatstvo dioničara Društva.

Pretpostavke procjene vrijednosti metodom neto imovine

2 Korekcije tržišne vrijednosti materijalne imovine (nastavak):

- Za preostalu dugotrajnu imovinu (pretežito elektronička i računalna oprema, alati i osobna vozila) nisu napravljeni Elaborati o procjeni vrijednosti, stoga je pretpostavljeno kako su knjigovodstvene vrijednosti istih jednake tržišnim vrijednostima, s obzirom da nismo zaprimili informaciju koja bi nas uputila u suprotno.

3 Mišljenja smo da je tržišna vrijednost normaliziranog radnog kapitala jednaka knjigovodstvenoj vrijednosti.

4 Korekcije tržišne vrijednosti neto duga:

- 4a Mišljenja smo da u slučaju unovčenja imovine i prestanka operativne aktivnosti, Društvo ne bi imalo obveze po jubilarnim nagradama i otpremninama za mirovine, već bi rezerviranja za iste prihodovale iz kojeg razloga je priznata odgođena porezna obveza koja bi nastala otpuštanjem predmetnih rezervacija.

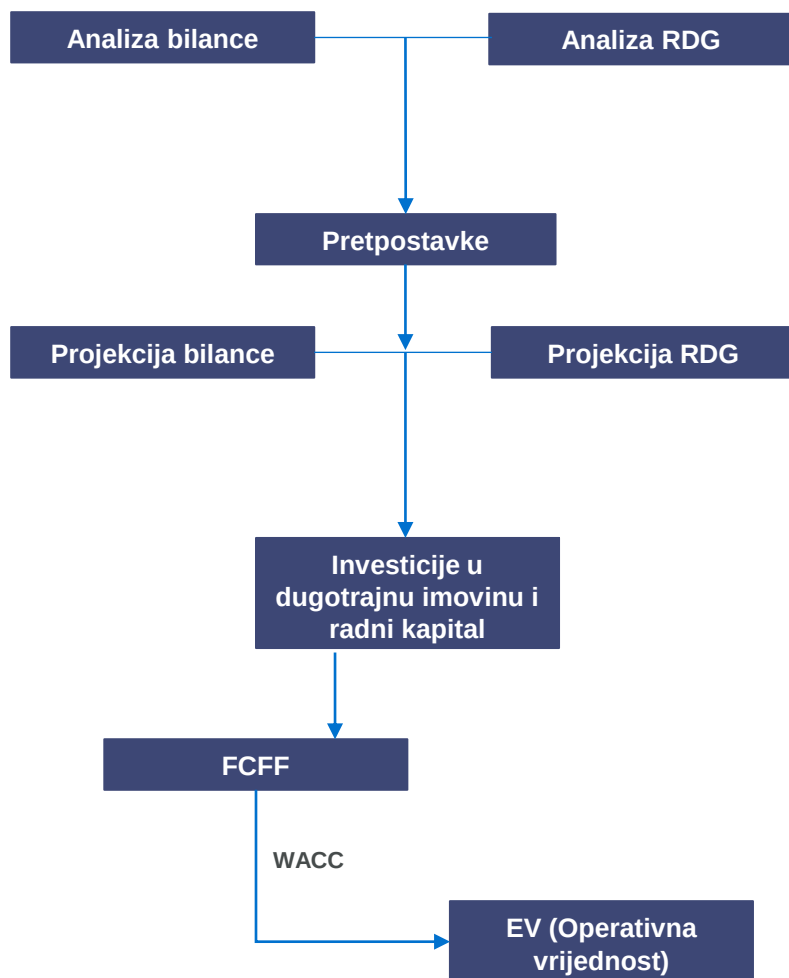
- 4b Korekcija odgođene porezne obveze odnosi se na porezne obveze temeljem porasta vrijednosti prava građenja i građevinskih objekata te otpisom rezerviranja za mirovine i jubilarne nagrade djelatnicima, dok se odgođena porezna imovina (umanjenje odgođene porezne obveze) odnosi na umanjeње vrijednosti transportne imovine Društva. Sukladno navedenim korekcijama, proizlazi kako ukupna korekcija odgođene porezne obveze navise iznosi 551k HRK.

- Mišljenja smo da je razumno pretpostaviti kako su knjigovodstvene vrijednosti preostalih stavki normaliziranog neto duga Društva jednake tržišnim vrijednostima.

Prilozi



Općenito o DCF metodi



DCF metoda

- DCF metoda procjene vrijednosti uzima u obzir vrijednost društva koja je jednaka neto sadašnjoj vrijednosti svih budućih slobodnih novčanih tokova poduzeću i/ili vlasnicima uvećana za vrijednost dodatne imovine koja se ne koristi u poslovnim aktivnostima (neoperativna imovina). Sadašnja vrijednosti slobodnih novčanih tokova dobije se primjenom riziku prilagođene diskontne stope, odnosno stope koja je jednaka očekivanoj stopi prinosa investitora.
- Koraci u procjeni vrijednosti na temelju DCF metode su kako slijedi:
 - Razviti projicirane (planske) financijske izvještaje (RDG, bilanca, izvještaj o novčanom tijeku) na kojima će se procjena temeljiti (za period od 5 – 10 godina);
 - Diskontirati slobodne novčane tokove na sadašnju vrijednost po prikladnoj (riziku prilagođenoj) diskontnoj stopi;
 - Odrediti rezidualnu vrijednost („TV“, eng. terminal value) i diskontirati ju na sadašnju vrijednost;
 - Zbrojiti diskontirane slobodne novčane tokove za prvi period razvoja i diskontiranu rezidualnu vrijednost (period beskonačnosti) kako bi se utvrdila vrijednost procenjivanog poduzeća ili poduzeća mete.
- Slobodni novčani tokovi poduzeću se izračunavaju na sljedeći način:
 - $FCFF = EBIT (1-t) + \text{Amortizacija} - CAPEX \pm \text{Promjene u radnom kapitalu}$
- Terminalna odnosno rezidualna vrijednost se računa na način kako slijedi (Gordonova formula):
 - $\text{Terminalna vrijednost} = \frac{\text{Usklađeni slobodni novčani tok u TV razdoblju}}{\text{prosječni trošak kapitala} - \text{stopa dugoročnog rasta}}$

Izračun WACC-a - Metodologija

Trošak kapitala – Weighted Average Cost of Capital („WACC“)

- **WACC, tj. prosječni ponderirani trošak kapitala** predstavlja oportunitetni trošak slobodnih novčanih tokova odnosno predstavlja zahtijevanu stopu povrata investitora. Dodatno, uvažava i vremensku preferenciju novca, tj. određeni iznos novca danas ne vrijedi isto koliko i taj iznos (nominalno isti) vrijedi za 5 godina od danas. U sklopu ovog pristupa, WACC se može izračunati sljedećom formulom:

$$\text{WACC} = k_e * \frac{E}{E+D} + k_d * (1 - t) * \frac{D}{E+D}$$

- k_e - trošak obične glavnice/vlastitog kapitala
- E - udio vlastitog kapitala
- k_d - trošak duga
- D - udio duga
- t - stopa poreza na dobit

Trošak obične glavnice

- **Trošak obične glavnice** aproksimiran je putem proširenog Capital Asset Pricing Model-a („CAPM“) koji se temelji na sljedećoj formuli:

$$\text{CAPM} = k_e = R_f + \beta * (R_m - R_f) + SP$$

- R_f predstavlja nerizičnu stopu ulaganja. Ista je definirana kao stopa za koju ulagač zna sa sigurnošću očekivati povrat te se zbog toga uzima kao relevantna stopa prinosa na državne obveznice umanjene za rizik defaulta (default spread). Nastavno na navedeno, prinos do dospelja dugoročne obveznice RH (izvor: *zse.hr*) iznosi 1,25%, što je manje od default spread-a za Hrvatsku koji iznosi 2,33% (izvor: *Damodaran Online*) čime bi nerizična stopa bila negativna. Sukladno tome, stava smo da negativna nerizična stopa nije primjenjiva, stoga smo upotrijebili izračun nerizične stope pomoću metode diferencije inflacija.

- Nadalje, pretpostavili smo da je nerizična stopa u Njemačkoj pouzdana mjera nerizične stope ulaganja. Zato smo u svrhu procjene koristili normaliziranu nerizičnu kamatnu stopu Njemačke (10-godišnji prinos na obveznice) u iznosu od 1,65% (izvor: *Capital IQ*). Kako bismo dobili stopu primjenjivu za domaće tržište, dobiveni rezultat korigiran je za razliku očekivane inflacije između Njemačke i Hrvatske (izvor: *European Economic Forecast Winter 2023*). Nerizična nominalna stopa u Hrvatskoj prema ovoj metodi procijenjena je u iznosu 1,64%.

- **Beta (β)** predstavlja mjeru sistemskog rizika i mjeri rizičnost pojedine dionice u odnosu na rizik tržišta. Prilikom izračuna WACC-a koristili smo beta koeficijent bez duga („asset beta“ - β_{ul}) usporedivih društava iz industrije cestovnog i željezničkog prometa putnika (izvor: *Duff and Phelps, Cost of Capital Navigator*). Navedena beta bez duga iznosi 0,72 te je istu potrebno prilagoditi za omjer duga i vlastitog kapitala (više o istome u nastavku) i porezni zaklon („equity beta“ - β_{e}). Dodatno, beta je prilagođena Blume-ovom formulom za tendenciju približavanja vrijednosti 1. Formula kojom smo prilagodili betu je kako slijedi:

$$\beta_{\text{Equity}} = \beta_{\text{Asset}} * (1 + (1 - t) * \frac{D}{E})$$

- **($R_m - R_f$); ERP („Equity Risk Premium)** predstavlja premiju tržišnog rizika ulaganja u vlasnički kapital te je razlika između očekivane stope povrata na tržište i nerizične stope. Premija rizika za Hrvatsku u našem pristupu iznosi 9,23% (izvor: *Damodaran Online*).
- **SP (premija veličine)** predstavlja dodatni zahtijevani prinos investitora za preuzimanje dodatnog rizika koji je inherentan vlasničkom kapitalu malih društava. Pretpostavljena premija iznosi 4,83% (izvor: *Duff and Phelps, Cost of Capital Navigator*).

Trošak duga

- **Trošak duga** koji smo koristili pri izračunu WACC-a predstavlja prosječnu kamatnu stopu koju Društvo plaća tijekom 2023. godine te se, sukladno informacijama Menadžmenta, očekuje kako će u budućem razdoblju Društvo plaćati troškove kamata prema kamatnoj stopi iz 2023. godine koja prosječno iznosi 5,5%.

Izračun WACC-a - Prosječni ponderirani trošak kapitala Društva iznosi 11,47% u razdoblju od FG23 do FG27, dok u terminalnom razdoblju iznosi 10,90%.

Projekt Fjord - WACC (FG23 - FG27)

1 Nerizična stopa (Rf)	1,64%
2 Tržišna premija (ERP)	9,23%
3 Beta industrije bez duga	0,72
4 Stopa poreza na dobit	0,00%
5 Ciljani D/E omjer	0,47
6 Prilagođena beta	1,04
7 SP premija	3,05%
8 Trošak obične glavnice (Re)	14,27%
Trošak duga (Rd)	5,50%
Trošak duga (1-t)	5,50%
9 % Kapital (ciljani)	0,68
% Dug (ciljani)	0,32
WACC	11,47%

Izvor: Duff & Phelps Cost of Capital Navigator, European Economic Forecast Winter 2023, Damodaran Online, HNB, Mazars analiza

Projekt Fjord - WACC - terminalno razdoblje

Nerizična stopa (Rf)	1,64%
Tržišna premija (ERP)	9,23%
Beta industrije bez duga	0,72
Stopa poreza na dobit	18,0%
Ciljani D/E omjer	0,47
Prilagođena beta	1,00
SP premija	3,05%
Trošak obične glavnice (Re)	13,89%
Trošak duga (Rd)	5,50%
Trošak duga (1-t)	4,51%
% Kapital (ciljani)	0,68
% Dug (ciljani)	0,32
WACC	10,90%

Izvor: Duff & Phelps Cost of Capital Navigator, European Economic Forecast Winter 2023, Damodaran Online, HNB, Mazars analiza

WACC izračun

Tablica na lijevo sumarno prikazuje ključne inpute potrebne za izračun troška kapitala Društva, odnosno WACC. Dodatno, u nastavku je kratko pojašnjen svaki od inputa koji je detaljnije pojašnjen na prethodnoj stranici.

- 1 Za potrebe izračuna nerizične kamatne stope koristili smo prosječan prinos u posljednjih 6 mjeseci 2022. godine na 10-godišnju državnu obveznicu Njemačke u iznosu od 1,65% (izvor: *Capital IQ*). Dodatno smo navedeni prinos prilagodili za razliku inflacije između Njemačke i Hrvatske kako bismo dobili stopu primjenjivu za hrvatsko tržište u iznosu od 1,64%.
- 2 Tržišna premija za Hrvatsku iznosi 9,23% (izvor: *Damodaran Online*).
- 3 Beta industrije bez duga iznosi 0,72 (izvor: *Duff and Phelps, Cost of Capital Navigator*).
- 4 Stopa poreza na dobit je 18% u skladu sa zakonima Republike Hrvatske. Prema očekivanjima Menadžmenta, Društvo zbog kumuliranih prenesenih gubitaka poslovnog rezultata neće imati obvezu poreza na dobit sljedećih 5 godina, nakon čega je pretpostavljena stopa poreza na dobit jednaka statutarnoj.
- 5 Ciljani D/E omjer odnosi se na D/E omjer industrije (izvor: *Duff and Phelps, Cost of Capital Navigator*).
- 6 Beta Društva je bazirana na industrijskom prosjeku bete bez duga (izvor: *Duff and Phelps, Cost of Capital Navigator*), koja je „zadužena” prema ciljanom D/E omjeru te dodatno prilagođena Blume-ovom formulom. Prilagođena beta iznosi 1,04. U terminalnom razdoblju prilagođena beta iznosi 1,00.
- 7 SP odnosno premija veličine predstavlja dodatni zahtijevani prinos investitora za preuzimanje dodatnog rizika koji je inherentan vlasničkom kapitalu malih društava. Pretpostavljena premija veličine iznosi 3,05% (izvor: *Duff and Phelps, Cost of Capital Navigator*).
- 8 **Trošak duga** koji smo koristili pri izračunu WACC-a predstavlja prosječnu kamatnu stopu koju Društvo plaća zadnjih 12 mjeseci na zajmove dobivene od grupacije Deutsche Bahn koja iznosi 5,50%. Nakon prilagođavanja troška duga za porezni štiti, trošak duga nakon poreza iznosi 4,51% u terminalnom razdoblju.
- 9 Ciljani ponderi (udjeli) duga i kapitala određeni su na temelju ciljanog D/E odnosa koji iznosi 0,47.

Općenito o metodi neto imovine (statičkoj metodi)

Pregled metode neto imovine

- Ekonomska vrijednost predmeta, tj. njegovo svojstvo da se razmjenjuje za novac ili za ostale predmete u toj razmjeni, može se definirati na različite načine, ovisno o njegovim karakteristikama i o krajnjoj svrsi procjene ekonomske vrijednosti.
- U ekonomskom procesu se pojavljuje skup resursa koji je potreban za njegovo obavljanje, koji s pravnog gledišta čini imovinu, obveze i kapital subjekta te sudjeluje u ekonomskom procesu. Temeljni cilj ekonomskog procesa u uvjetima otvorenog tržišnog gospodarstva je maksimiziranje kapitala vlasnika ekonomskog subjekta.
- Međutim, u ekonomskom procesu se pored imovine pojavljuju i obveze, što znači da jedan dio imovine s kojom raspolaže ekonomski subjekt financiran tuđim izvorima financiranja, prema kojima ekonomski subjekt ima obvezu podmiriti dug o dospijeću nekog od oblika tuđih izvora financiranja (zajmovi, krediti, dobavljači i sl.).
- Iz toga slijedi da je ekonomska vrijednost jednaka razlici vrijednosti između imovine i obveza, koji su vezani s predmetom procjene ili se ekonomska vrijednost predmeta procjene u općem smislu može definirati prema izrazu

$$V = I - O$$

- V = ekonomska vrijednost
- I = imovina
- O = obveze
- **Ostvariva vrijednost imovine, umanjena za obveze, predstavlja iznos koji bi trebao ostati dioničarima na raspolaganju, u slučaju da je sva imovina prodana te obveze podmirene.**

Pregled metode neto imovine

- Tržišna vrijednost nekog resursa je iznos novca koji se može dobiti od prodaje resursa na tržištu u normalnim tržišnim uvjetima na datum procjene.
- Normalni tržišni uvjeti podrazumijevaju učestale kupoprodajne transakcije određenog resursa, djelovanje konkurencije i kupoprodaju resursa bez državne ili druge prisile.
- Za utvrđivanje tržišne vrijednosti ekonomskog subjekta potrebno je provesti postupak procjene za utvrđivanje fer ekonomske vrijednosti imovine i obveza na datum procjene, uzimajući u obzir:
 - Primjenu tekućih cijena na stvarno stanje imovine i obveza;
 - Vremensku istrošenost imovine;
 - Ekonomsku istrošenost imovine.
- **Razlika između ukupne tržišne vrijednosti imovine i ukupne tržišne vrijednosti obveza ekonomskog subjekta predstavlja tržišnu vrijednost kapitala, odnosno tržišnu vrijednost ekonomskog subjekta – neto vrijednost imovine.**

Općenito o metodi multiplikatora

Pregled metode multiplikatora

- **Metoda multiplikatora**, odnosno tržišni pristup predstavlja relativnu procjenu vrijednosti društva, na način da ocjenjuje vrijednost pojedine dionice (obične glavnice društva) u usporedbi s prosječnim (medijanom) multiplikatorom po kojem se trguje njome sličnim dionicama. Argumentacija za korištenje multiplikatora temelji se na nemogućnosti utvrđivanja podcijenjenosti, precijenjenosti ili fer procijenjenosti dionice bez uvida u vrijednost te iste dionice, odnosno obične glavnice u terminima imovine, dobiti ili neke druge mjere vrijednosti.
- **Multiplikatori usporedivih društava i transakcija** oslanjaju se na tzv. zakon jedne cijene, prema kojemu bi se dvjema istovrsnim jedinicama imovine (odnosno dionicama) trebalo trgovati po istim cijenama (odnosno multiplikatorima).
- 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).
- 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.

Metoda usporedivih društava

- **Metodom multiplikatora usporedivih društava** odabiru se društva iz industrije društva koje se procjenjuje, odnosno odabiru se usporediva društva čije je poslovanje isto/slično procjenjivanom društvu.

- Najčešće korišteni multiplikatori usporedivih društava su kako slijedi:

- Tržišna kapitalizacija/Neto dobit („P/E”);
- Tržišna kapitalizacija/Knjigovodstvena vrijednost obične glavnice („P/B”);
- Tržišna kapitalizacija/Prihod od prodaje („P/S”);
- Vrijednost društva/Prihod od prodaje („EV/S”);
- Vrijednost društva/Dobit prije kamata, poreza i amortizacije („EV/EBITDA”);
- Vrijednost društva/Dobit prije kamata, poreza („EV/EBIT”).

Multiplikatori usporedivih transakcija

- Pri procjeni vrijednosti putem **metode multiplikatora usporedivih transakcija** ili metode transakcijskih multiplikatora koriste se informacije vezane uz nedavno zaključene transakcije preuzimanja sličnih poduzeća kako bi se utvrdila vrijednost mete prilikom preuzimanja. Metoda multiplikatora usporedivih transakcija pretpostavlja da bi se poduzeća unutar iste industrije u transakcijama s promjenom kontrole (ali ne i likvidacijom) trebala prodavati po istim relativnim vrijednostima, mjerenim multiplikatorima na njihove financijske pokazatelje.
- Ova metoda procjene vrijednosti u suštini se provodi na isti način kao i prethodno objašnjena metoda procjene putem multiplikatora usporedivih poduzeća uz razliku što se ne baziraju se na trenutnoj tržišnoj cijeni dionice, već na cijenama plaćenima za preuzimanje usporedivih poduzeća u stvarnim i zatvorenim transakcijama spajanja i preuzimanja.
- **Za svrhu procjene vrijednosti (pri čemu je ova metoda za informativne svrhe), naš pristup temelji se na odabiru usporedivih transakcija spajanja i preuzimanja društava koja imaju usporedive poslovne aktivnosti kao i Društvo.**

Procjena vrijednosti prava građenja

Projekt Fjord - Procjena vrijednosti prava građenja																	
'000 HRK	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038
Prihodi od prodaje	1 966	2 182	2 254	2 328	2 404	2 483	2 565	2 649	2 737	2 827	2 920	3 016	3 115	3 217	3 323	3 433	816
Uštede zbog upravljanja kolodvorom	2 724	3 023	3 123	3 226	3 332	3 441	3 554	3 671	3 792	3 917	4 046	4 179	4 316	4 458	4 605	4 757	1 131
Operativni troškovi i održavanje kolodvora	(2 342)	(2 599)	(2 685)	(2 773)	(2 865)	(2 959)	(3 056)	(3 157)	(3 261)	(3 368)	(3 479)	(3 593)	(3 711)	(3 833)	(3 960)	(4 090)	(972)
EBITDA	2 347	2 606	2 691	2 780	2 871	2 966	3 063	3 164	3 268	3 376	3 487	3 601	3 720	3 842	3 969	4 099	974
EBITDA marža	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
NOPLAT	1 925	2 137	2 207	2 279	2 354	2 432	2 512	2 595	2 680	2 768	2 859	2 953	3 050	3 151	3 254	3 361	799
Diskontirani slobodni novčani tokovi	2 024	1 875	1 737	1 610	1 492	1 389	1 294	1 205	1 122	1 045	974	907	845	787	733	170	
PV bez amortizacijskog poreznog štita	19 209																
Stopa rasta prihoda	n.p.	11,00%	3,29%	3,29%	3,29%	3,29%	3,29%	3,29%	3,29%	3,29%	3,29%	3,29%	3,29%	3,29%	3,29%	3,29%	3,29%
WACC	11,47%	11,47%	11,47%	11,47%	11,47%	11,47%	10,90%	10,90%	10,90%	10,90%	10,90%	10,90%	10,90%	10,90%	10,90%	10,90%	10,90%
Diskontni faktor	1,00	0,95	0,85	0,76	0,68	0,61	0,55	0,50	0,45	0,41	0,37	0,33	0,30	0,27	0,24	0,22	0,21

Izvor: Bruto bilanca, Informacije Menadžmenta, Mazars analiza

Projekt Fjord - Procjena vrijednosti prava građenja	
'000 HRK	31.12.2022
WACC	11,47%
Porez na dobit (t)	18%
Razdoblje trajanja koncesije (godina)	15,1
PV bez amortizacijskog poreznog štita	19 209
Vrijednost efetka poreznog štita	1 755
Procjena vrijednosti prava građenja	20 964

Izvor: Bruto bilanca, Informacije Menadžmenta, Mazars analiza

Procjena vrijednosti transportnih sredstava

Projekt Fjord - Procjena vrijednosti transportnih sredstava

Redni broj	Vozilo	Br. šasije	Registarska oznaka	Tržišna vrijednost bez PDV-a (EUR)	Tržišna vrijednost bez PDV-a (HRK)
1	Man Lions's Coach	WMAR07ZZ2GT023390	OS106KV	73 782	555 912
2	Man Lions's Coach	WMAR07ZZ6GT023392	OS107KV	70 725	532 875
3	Man Lions's Coach	WMAR07ZZ0GT023386	OS108KV	73 312	552 368
4	Man Lions's Coach	WMAR07ZZ6GT023604	OS109KV	79 192	596 671
5	VDL Berkhof Ambassador 200	XMGDE02CS0H011841	OS121KV	250	1 884
6	VDL Berkhof Ambassador 200	XMGDE02CS0H011842	OS122KV	250	1 884
7	VDL Berkhof Ambassador 200	XMGDE02CS0H011843	OS123KV	250	1 884
8	VDL Berkhof Ambassador 200	XMGDE02CS0H011845	OS125KV	250	1 884
9	VDL Berkhof Ambassador 200	XMGDE02CS0H011847	OS127KV	250	1 884
10	VDL Berkhof Ambassador 200	XMGDE02CS0H011848	OS128KV	250	1 884
11	VDL Berkhof Ambassador 200	XMGDE02CS0H011867	OS145KV	250	1 884
12	Man Lion`s Classic A74	WMAA74ZZ39T014806	OS169IL	5 550	41 817
13	Man Lion`s Classic A74	WMAA74ZZ69T014864	OS173IL	5 920	44 604
14	Peugeot Expert Traveller	VF3VABHXHJZ024334	OS173NG	11 754	88 560
15	Man Lion`s Classic A74	WMAA74ZZ39T014868	OS176IL	5 920	44 604
16	Man Lion`s Classic A74	WMAA74ZZ59T014869	OS178IL	6 845	51 574
17	Man Lion`s Classic A74	WMAA74ZZ59T014872	OS179IL	6 845	51 574
18	VDL Berkhof Ambassador 200	XMGDE02FS0H016223	OS179MN	6 720	50 632
19	VDL Berkhof Ambassador 200	XMGDE02FS0H016224	OS180MN	6 300	47 467
20	Man Lion`s Classic A74	WMAA74ZZ79T014873	OS182IL	7 400	55 756
21	VDL Berkhof Ambassador 200	XMGDE02FS0H016227	OS183MN	6 930	52 214
22	Man Lion`s Classic A74	WMAA74ZZ29T014876	OS184IL	7 456	56 174
23	VDL Berkhof Ambassador 200	XMGDE02FS0H016228	OS184MN	6 930	52 214
24	VDL Berkhof Ambassador 200	XMGDE02FS0H016229	OS185MN	6 300	47 467
25	VDL Berkhof Ambassador 200	XMGDE02FS0H016230	OS186MN	6 720	50 632
26	VDL Berkhof Ambassador 200	XMGDE02FS0H016233	OS188MN	6 300	47 467
27	Peugeot Expert Traveller	VF3VABHXHHZ106923	OS245MB	15 897	119 772
28	Peugeot Expert Traveller	VF3VABHXHJZ010220	OS246MB	13 575	102 284
29	Peugeot Expert Traveller	VF3VABHXHJZ007945	OS247MB	15 007	113 067
30	Peugeot Expert Traveller	VF3VABHXHJZ008543	OS248MB	15 092	113 714
31	Peugeot Expert Traveller	VF3VABHXHJZ009184	OS249MB	16 027	120 753
32	Setra S 417 UL/2	WKK63338313801145	OS261MI	115 455	869 896
33	Setra S 417 UL/2	WKK63338313801146	OS262MI	112 681	848 991
34	Man Lion`s Regio R14	WMAR14ZZ2CT018101	OS264LJ	16 254	122 466
35	Scania Higer Touring HD	YS2K4X20001896908	OS280LG	75 118	565 975

Procjena vrijednosti transportnih sredstava

Projekt Fjord - Procjena vrijednosti transportnih sredstava

Redni broj	Vozilo	Br. šasije	Registarska oznaka	Tržišna vrijednost bez PDV-a (EUR)	Tržišna vrijednost bez PDV-a (HRK)
36	Scania Higer Touring HD	YS2K4X20001896916	OS281LG	75 118	565 975
37	Scania Higer Touring HD	YS2K4X20001897625	OS282LG	77 525	584 116
38	Man Lion`s Coach	WMAR07ZZ5CT018212	OS311JK	64 662	487 196
39	Setra S515HD	WKK41021013122009	OS351OO	154 013	1 160 413
40	Man Lion`s Coach	WMAR07ZZ3AT016018	OS379MO	38 000	286 307
41	VW Crafter	WV1ZZZ2EZG6050534	OS420LH	26 450	199 290
42	VW Crafter	WV1ZZZ2EZG6050536	OS421LH	12 653	95 334
43	VW Crafter	WV1ZZZ2EZG6050708	OS422LH	27 905	210 251
44	Mercedes Tourismo, 15 RHD	WEB41054013284404	OS427OJ	196 296	1 478 990
45	VW Crafter	WV1ZZZ2EZE6023804	OS435LD	19 920	150 089
46	VW Crafter	WV1ZZZ2EZG6035224	OS436LD	19 131	144 146
47	Man Lion`s Regio R12	WMAR12ZZXHT026488	OS450NG	108 822	819 921
48	Man Lion`s Regio R14	WMAR14ZZ2CT018793	OS476LS	15 026	113 210
49	Man Lion`s Regio R14	WMAR14ZZ4CT018102	OS477LS	17 483	131 722
50	Man Lion`s Regio R14	WMAR14ZZXCT018797	OS478LS	15 569	117 304
51	Man Lion`s Regio R14	WMAR14ZZ0CT018100	OS479LS	15 467	116 538
52	Man Lion`s Coach	WMAR07ZZ6HT026133	OS482PD	123 207	928 304
53	Man Lion`s Coach	WMAR08ZZXGT023398	OS483PD	109 710	826 612
54	Man Lion`s Coach	WMAR09ZZ3HT026070	OS485PD	140 495	1 058 563
55	Man Lion`s Coach	WMAR09ZZ6HT024684	OS487PD	144 420	1 088 135
56	Setra S516HD/2	WKK41023013117316	OS492OR	119 610	901 202
57	Man Lion`s	WMAR08ZZ7FT022403	OS493OR	85 226	642 138
58	Man Lion`s Regio R13	WMAR13ZZ19T013894	OS562KE	3 623	27 294
59	Man Lion`s Regio R13	WMAR13ZZ79T013897	OS566KE	3 140	23 655
60	Man Lion`s Regio R13	WMAR13ZZ59T013770	OS567KE	3 140	23 655
61	Mercedes-Benz Intouro	WEB63372013285936	OS578OM	132 466	998 065
62	Man Lion`s Regio R14	WMAR14ZZXBT016207	OS605MD	14 057	105 912
63	Otokar Sultan	NLRTMF100JA022140	OS611MD	44 699	336 781
64	VDL Bova Lexio LLD 130	XMGDE40PS0H018849	OS612MD	35 744	269 309
65	VDL Bova Lexio LLD 130	XMGDE40PS0H018845	OS613MD	24 843	187 180
66	VDL Bova Lexio LLD 130	XMGDE40PS0H018799	OS614MD	23 771	179 099
67	Setra S515HD	WKK41021013121843	OS614OP	157 042	1 183 235
68	VDL Bova Lexio	XMGDE40PS0H018791	OS615MD	13 455	101 377
69	Setra S515HD	WKK41021013121929	OS615OP	156 769	1 181 173
70	VDL Bova Lexio	XMGDE40PS0H018850	OS616MD	46 313	348 942

Procjena vrijednosti transportnih sredstava

Projekt Fjord - Procjena vrijednosti transportnih sredstava

Redni broj	Vozilo	Br. šasije	Registarska oznaka	Tržišna vrijednost bez PDV-a (EUR)	Tržišna vrijednost bez PDV-a (HRK)
71	VDL Bova Futura	XL9AA39RC35003215	OS617MD	30 792	231 999
72	VDL Bova Futura	XL9AA39RC35003189	OS618MD	32 844	247 466
73	Setra S515HD	WKK41021013124105	OS635OL	157 028	1 183 131
74	Isuzu Novo	NNAM0L6LN02000269	OS659MD	39 619	298 506
75	VW Crafter 50, 2.0 TDI	WV1ZZZSYZJ9038148	OS682MK	42 595	320 930
76	VW Crafter 50, 2.0 TDI	WV1ZZZSYZJ9037109	OS683MK	40 254	303 295
77	VDL Bova Futura	XL9AA38RD35003275	OS685MS	45 736	344 596
78	VDL Futura FHD 2-129/440	XNL501E100D005652	OS700NG	115 735	872 005
79	Isuzu Novoultra	NNAM0ADLN02000017	OS701NG	75 742	570 679
80	Isuzu Novoultra	NNAM0ADLN02000016	OS702NG	74 986	564 980
81	Isuzu Novoultra	NNAM0ADLN02000012	OS703NG	74 690	562 753
82	Mercedes-Benz Intouro	WEB63374313282331	OS719LS	117 165	882 780
83	Isuzu Turquoise	NNAM0L8LE02000064	OS749MG	52 408	394 864
84	Isuzu Turquoise	NNAM0L8LE02000065	OS750MG	57 541	433 545
85	VDL Futura FHD 2-139/460	XNL501R100D002938	OS785MT	31 907	240 407
86	Mercedes Intouro	WEB63305113253838	OS813IS	10 700	80 619
87	Mercedes-Benz Intouro	WEB63305113253840	OS815IS	16 671	125 605
88	Mercedes-Benz Intouro	WEB63305113253841	OS816IS	13 910	104 805
89	VDL Berkhof Ambassador 200	XMGDE02FS0H016244	OS857OZ	6 300	47 467
90	VDL Berkhof Ambassador 200	XMGDE02FS0H016234	OS868MO	6 300	47 467
91	VDL Berkhof Ambassador 200	XMGDE02FS0H016235	OS869MO	6 300	47 467
92	VDL Berkhof Ambassador 200	XMGDE02FS0H016236	OS870MO	6 510	49 050
93	VDL Berkhof Ambassador 200	XMGDE02FS0H016237	OS871MO	6 300	47 467
94	VDL Berkhof Ambassador 200	XMGDE02FS0H016239	OS872MO	6 930	52 214
95	VDL Futura FHD 2-148/460	XNL501R100D000906	OS891LZ	41 505	312 717
96	VDL Futura FHD 2-139/460	XNL501R100D002378	OS892LZ	55 240	416 204
97	VDL Futura FHD 2-139/460	XNL501R100D002303	OS893LZ	51 326	386 717
98	VDL Futura FHD 2-148/460	XNL501R100D002854	OS894LZ	30 088	226 696
99	Man Lion`s Coach RHC444	WMAR08ZZ18T012789	OS899JE	6 707	50 530
100	Mercedes-Benz Intouro L	WEB63374313266369	OS901OJ	77 468	583 683
101	Mercedes-Benz Intouro	WEB63372013272078	OS903OJ	85 193	641 890
102	Man Lion`s Regio C	WMAR14ZZ1CT018204	OS904OJ	40 942	308 480
103	Man Lion`s Coach	WMAR09ZZXFT021736	OS912LZ	70 274	529 482
104	VDL Berkhof Ambassador 200	XMGDE02FS0H016240	OS912MO	200	1 507
105	Man Lion`s Coach	WMAR09ZZ9FT021727	OS913LZ	73 505	553 824

Procjena vrijednosti transportnih sredstava

Projekt Fjord - Procjena vrijednosti transportnih sredstava

Redni broj	Vozilo	Br. šasije	Registarska oznaka	Tržišna vrijednost bez PDV-a (EUR)	Tržišna vrijednost bez PDV-a (HRK)
106	VDL Berkhof Ambassador 200	XMGDE02FS0H016241	OS913MO	6 300	47 467
107	Man Lion`s Coach	WMAR08ZZ3BT016852	OS914LZ	19 068	143 664
108	VDL Berkhof Ambassador 200	XMGDE02FS0H016242	OS914MO	6 510	49 050
109	Man Lion`s Coach	WMAR09ZZ1CT018686	OS915LZ	39 598	298 347
110	VDL Berkhof Ambassador 200	XMGDE02FS0H016243	OS915MO	6 510	49 050
111	Man Lion`s Coach	WMAR07ZZ3BT016702	OS916LZ	17 094	128 795
112	VW Crafter	WV1ZZZ2EZG6064743	OS923LZ	32 024	241 282
113	VW Crafter	WV1ZZZ2EZG6056786	OS924LZ	26 418	199 047
114	Man Lion`s Coach RHC464	WMAR07ZZ2HT025254	OS961OJ	109 806	827 335
115	Mercedes Tourismo 15 RHD	WEB63203613255734	ZG1207EL	48 645	366 516
116	Man Lion`s	WMAR08ZZ9DT020052	ZG2850HF	46 051	346 974
117	Man Lion`s Coach	WMAR07ZZ9HT025848	ZG2859HF	111 626	841 045
118	Man Lion`s Coach	WMAR07ZZ8HT025839	ZG2860HF	110 403	831 830
119	Setra S431DT	WKK41000213117576	ZG3711FL	9 984	75 226
120	Setra S431DT	WKK41000213117577	ZG3713FL	104 945	790 708
121	Man Lion`s Coach	WMAR07ZZ69T013996	ZG5352EC	8 778	66 138
122	Setra S431DT	WKK41000213117495	ZG7131FP	100 729	758 946
123	Setra S431DT	WKK41000213117567	ZG7133FP	98 511	742 229
Ukupno				5 567 933	41 951 594

Izvor: Procjembeni elaborati

Procjena vrijednosti građevinskih objekata s pripadajućim zemljištem

Projekt Fjord - Procjena vrijednosti nekretnina				
Redni broj	Vrsta nekretnine	Lokacija	Procjena vrijednosti (EUR)	Procjena vrijednosti (HRK)
1	Poslovni prostor E-35	Vinkovci	20 825 €	156 904 kn
2	Stan br. 50	Zagreb	187 413 €	1 412 063 kn
3	Poslovni prostor	Osijek	343 018 €	2 584 471 kn
4	Poslovni prostor P1	Zagreb	91 177 €	686 977 kn
5	Poslovni prostor E-1	Slavonski Brod	94 073 €	708 794 kn
6	Poslovni prostor E-125	Makarska	49 979 €	376 570 kn
7	Autobusni kolodvor	Orahovica	72 957 €	549 693 kn
8	Poslovni prostori E-1, E-2, E-3	Valpovo	130 778 €	985 344 kn
9		Našice	504 259 €	3 799 336 kn
10		Đakovo	261 490 €	1 970 199 kn
11	Autobusni kolodvor	Donji Miholjac	142 906 €	1 076 725 kn
12	Autobusni kolodvor	Belišće	70 913 €	534 297 kn
13	Autobusni kolodvor	Beli Manastir	192 933 €	1 453 655 kn
Ukupno			2 162 722 €	16 295 029 kn

Izvor: Procjembeni elaborati

Kontakti

Andrija Garofulić, ACCA

Partner

andrija.garofulic@mazars.hr

Lovre Botica, CFA

Director

lovre.botica@mazars.hr

Dinko Kraljević

Supervisor

dinko.kraljevic@mazars.hr

Mazars is an internationally integrated partnership, specialising in audit, accountancy, advisory, tax and legal services*. Operating in over 90 countries and territories around the world, we draw on the expertise of more than 42,000 professionals – 26,000+ in Mazars' integrated partnership and 16,000+ via the Mazars North America Alliance – to assist clients of all sizes at every stage in their development.

*Where permitted under applicable country laws

www.mazars.com