



Qfact TAX d.o.o.
Rijeka, Strossmayerova 11
T 051 322 303
F 051 725 377
E ured@qfact.org
www.qfact.org

ELABORAT
o fer vrijednosti dionice na 30.06.2022.

BRIONKA d.d.

Rijeka, lipanj 2022.

Sadržaj

1.	<u>UVOD.....</u>	5
	1.1. NAMJENA IZVJEŠTAJA	5
	1.2. IZVORI INFORMACIJA	5
	1.3. OGRANIČENJE OBUJMA.....	6
	1.4. DISTRIBUCIJA IZVJEŠTAJA.....	9
	1.5. NAČELA PROCJENE	9
2.	<u>ČIMBENICI KOJI UTJEČU NA PROCJENU DRUŠTVA</u>	12
3.	<u>ANALIZA DRUŠTVA BRIONKA D.D.....</u>	14
	3.1. BRIONKA D.D. DANAS	14
	3.2. OSNOVNO O BRIONKA D.D.....	15
4.	<u>MAKROEKONOMSKA ANALIZA.....</u>	17
5.	<u>ANALIZA INDUSTRIJE I KONKURENCIJE.....</u>	22
	5.1. PROIZVODNJA KRUHA, TJESTENINA I SLASTICA	23
6.	<u>TEMELJ ZA PROCJENU RIZIKA ULAGANJA.....</u>	25
	6.1. BILANCA I RAČUN DOBITI I GUBITKA	26
7.	<u>KLJUČNE PRETPOSTAVKE VEZANE UZ PROCJENU I PROJEKCIJE PREDVIDIVOG VIJEKA PROCJENE.....</u>	32
8.	<u>ODABIR METODE VREDNOVANJA DRUŠTVA</u>	38
	8.1. MODEL KNJIGOVODSTVENE VRIJEDNOSTI.....	39
	8.2. MODEL DISKONTIRANJA BUDUĆIH NOVČANIH TOKOVA (DFC MODEL)	41
9.	<u>BURZOVNA VRIJEDNOST DIONICE.....</u>	47
10.	<u>FER VRIJEDNOST DRUŠTVA</u>	48

PRILOG 1. IZRAČUN PROSJEČNOG PONDERIRANOG TROŠKA KAPITALA.....	49
PRILOG 2: ZAKON O TRŽIŠTU KAPITALA – POVLAČENJE DIONICA SA UREĐENOG TRŽIŠTA	51
PRILOG 3: FINANCIJSKI PLAN UPRAVE	54

I. Osnovni dosje

1. Uvod

1.1. Namjena izvještaja

Prema prijedlogu Uprave i Nadzornog odbora Brionke d.d. (dalje: Društvo), Glavnoj Skupštini se predlaže povlačenje poslovanja Društva s uvrštenja na uređenom tržištu kapitala Zagrebačke burze. Sukladno Zakonu o tržištu kapitala odluka se donosi glasovima koji predstavljaju najmanje tri četvrtine temeljnog kapitala zastupljenog na glavnoj skupštini pri donošenju odluke. Dioničarima koji glasuju protiv takve odluke Društvo daje neopozivu izjavu o otkupu njihovih dionica uz pravičnu naknadu. Budući da se dionicama trgovalo manje od 1/3 trgovinskih dana unutar zadnja tri mjeseca prije objave poziva na Glavnu Skupštinu, sukladno Zakonu o tržištu kapitala, pravična naknada se utvrđuje elaboratom o procjeni fer vrijednosti dionice.

Temeljem navedenog, ovaj izvještaj namijenjen je dioničarima Društva u cilju utvrđivanja pravične naknade za dionice u slučaju njihovog neprihvatanja odluke o povlačenju Društva sa Zagrebačke burze.

Društvo je ujedno naručitelj ove procjene.

1.2. Izvori informacija

U procjeni su uzeti u obzir izvori informacija koji se odnose i na Društvo i na ovisno društvo Brionka-trgovina d.o.o. (dalje: Ovisno društvo) jer se najveći dio maloprodaje proizvoda odvija preko Ovisnog društva te s njim postoje značajne transakcije. Rezultat poslovanja Ovisnog društva značajno utječe na rezultat poslovanja Društva.

Glavni izvori informacija koji su nam bili dostupni i koje smo u analizi koristili prezentirani su u tekstu Izvještaja i oni su sljedeći:

-
- Razgovori s upravom i zaposlenicima Društva radi stjecanja uvida u način poslovanja Društva, informacije o poslovanju Društva i sl.
 - Revidirane konsolidirane financijske informacije Društva za 2019.-2021. za godinu
 - Nerevidirane konsolidirane financijske informacije Društva na 30.06.2022.
 - Poslovni planovi i analize planova te realizacije poslovanja Društva i Ovisnog društva,
 - Sva prateća računovodstvena i ostala dokumentacija koja nam je bila dostupna,
 - Ostale raspoložive eksterne informacije.

1.3. Ograničenje obujma

Procjena je napravljena temeljem prikupljenih informacija, čiji izvor su gotovo u potpunosti informacije prezentirane od strane Društva. Nismo provjeravali pouzdanost tih izvora niti nastojali uspostaviti prihvatljivost informacija korištenjem nezavisnih dokaza.

Temeljne pretpostavke koje su korištene za odabir metode i izradu procjene navedeni u Izvještaju zasnivaju se isključivo na podacima koji su nam stavljeni na raspolaganje.

Cilj našeg angažmana je pružiti podršku Društvu vezano uz procjenu fer vrijednosti Društva na Datum procjene. Opseg našeg posla ograničen je na opseg posla definiran u Ugovoru.

Ovaj izvještaj je valjan isključivo kada se prezentira u potpunosti i valja ga koristiti samo u svrhe koje su u njemu navedene.

Ovaj izvještaj ne smije biti dostupan ili kopiran u cijelosti ili bilo kojem dijelu niti jednoj osobi ili entitetu osim Društvu bez izričitog pisanog dopuštenja od strane Qfact Taxa. Qfact Tax ne prihvaća nikakvu odgovornost za oslanjanje na ovaj izvještaj ukoliko ga koristi bilo koja strana za bilo koju svrhu, a s čime se Qfact Tax nije izričito složio.

Korištenje ili oslanjanje na rezultat kalkulacije vrijednosti od trećih strana i bilo koja odluka donesena temeljem toga su isključivo i u potpunosti u

odgovornosti strana koje ga koriste. Qfact Tax neprihvata nikakvu odgovornost za štetu, ukoliko je ima, koju je pretrpjela bilo koja strana kao rezultat odluka ili djelovanja temeljenih na ovom izvještaju.

Ovaj izvještaj je pripremljen prema informacijama, podacima i pretpostavkama koje su nam dostavili predstavnici Društva i Ovisnog društva usmenim ili pismenim putem. Izvještaj je pripremljen uz pretpostavku da je Uprava Društva ukazala na sve relevantne činjenice kojih je bila svjesna vezano uz financijsku poziciju Društva, a što je moglo imati utjecaja na naš izvještaj na datum izdavanja.

Niti Qfact Tax, niti bilo koji član menadžmenta Qfact Taxa ili zaposlenici Qfact Taxa nemaju direktno ili indirektno, trenutno ili moguće u budućnosti, interes u Društvu.

Qfact Tax pridržava pravo pregleda svih kalkulacija koje su uključene u izvještaj i na koje se poziva, ukoliko to smatra potrebnim. Također, Qfact Tax pridržava pravo revidiranja bilo kojeg budućeg izvještaja u svjetlu novih informacija na datum procjene koje nam postanu poznate nakon datuma izvještaja. Nemamo odgovornost dopunjavanja izvještaja za događaje i okolnosti koje nastanu nakon datuma izvještaja.

Rezultat analize procjene vrijednosti ne predstavlja mišljenje o pravičnosti ("fairness opinion") niti investicijski savjet te ga ne treba takvim interpretirati. Naši zaključci ne služe kao zamjena za dubinsko snimanje i institucije koje pozajmljuju kapital ili bilo koja treća strana trebaju provesti vlastito dubinsko snimanje kako bi strukturirali bilo kakvu moguću transakciju. Sukladno tome, naš Izvještaj nije namijenjen za korist financijske institucije ili bilo koje treće strane i ne treba ga uzimati kao zamjenu za druga ispitivanja i procedure koje bi financijska ustanova ili bilo koja treća strana trebala napraviti u svrhu razmatranja transakcije s Društvom.

Ne preuzimamo nikakvu odgovornost za pravni opis stvari koji uključuju pravna ili slična pitanja. Prava na predmetnu imovinu, nekretnine ili poslovne interese se pretpostavljaju kao valjana i utrživa, osim ako nije navedeno drugačije. Također smatramo da postoje odgovorni vlasnici i sposobna Uprava zadužena za upravljanjem imovinom, nekretnina ili poslovnim interesom. Smatramo da postoji potpuno pridržavanje svih primjenjivih regulativa i zakona, osim ako nije drugačije navedeno i razmatrano u izvještaju.

Pretpostavljamo da su sve potrebne licence, certifikati, pristanci od strane zakonodavne ili administrativne vlasti ili bilo koje lokalne, nacionalne uprave, privatnog društva ili organizacije pribavljeni/obnovljeni ili mogu biti pribavljeni/obnovljeni za bilo koju upotrebu na kojoj se bazira kalkulacija vrijednosti u ovom izvještaju.

Bilo koje projicirane financijske informacije na koje se odnosi ovaj Izvještaj nisu pripremljene ni modificirane s naše strane niti su napravljene određene pretpostavke projekcija koje se odnose na projicirane financijske informacije. Uprava Društva snosi potpunu odgovornost kod donošenja odluka uključenih u proces pripreme vlastitih projiciranih financijskih informacija, kao i za rezultate istih. Iako smo izvršili analize osjetljivosti i analize temeljnih pretpostavki projiciranih financijskih informacija, sve tablice koje sadrže naše komentare ili zapažanja ne prepravljaju niti utječu na projicirane financijske informacije; one su samo sažetak naše analize kako bismo pomogli u procjeni projiciranih financijskih informacija. Odgovornost Društva je razmotriti našu analizu i donijeti vlastite odluke. Budući da se događaji i okolnosti često ne događaju kako je očekivano, mogu postojati značajne razlike između projiciranih financijskih informacija i stvarnih rezultata i novčanih tokova. Ne preuzimamo odgovornost za postizanje predviđenih rezultata.

Zbog neizvjesnosti budućih događaja nije moguće pouzdano procijeniti daljnji smjer kretanja hrvatskog gospodarstva kojem je Društvo izloženo. Napominjemo da postoji mogućnost različitih scenarija koji bi mogli imati značajan utjecaj na projicirane rezultate Društva, te koji se mogu razlikovati od onih prikazanih u Izvještaju.

Društvo niti QFACT TAX d.o.o. nije u mogućnosti sa sigurnošću procijeniti implikacije koje će posljedice COVID-19 pandemije imati na Društvo. Društvo je poduzelo sve mjere za očuvanje radnih mjesta te nastavak poslovanja u otežanim uvjetima rada. Ne izražavamo mišljenje o pravnim pitanjima. Nismo izvršili nikakva istraživanja u pogledu pravnog statusa Društva i njegove imovine. Napominjemo i da naš opseg posla u analizi vrijednosti Društva nije obuhvatio analizu (postojećih i budućih) ugovora/odnosa sa dobavljačima i kupcima. Stoga su svi podaci u vezi sa ovim ugovorima bazirani na dostavljenim podacima i informacijama.

Nismo uzeli u obzir postojanje hipoteka, zaloga i eventualnih ostalih tužbi kojima je Društvo i njegova imovina podložna.

1.4. Distribucija izvještaja

Izvještaj se odnosi isključivo za potrebe Društva vezano uz informaciju o mogućoj vrijednosti Društva na bazi pretpostavki i poslovnog plana koji nam je Društvo prezentiralo te ga nije dozvoljeno u druge svrhe citirati i navoditi kao referencu, umnožavati ili reproducirati na drugi način ili pustiti u opticaj u cijelosti ili djelomično bez našeg prethodnog pismenog odobrenja.

1.5. Načela procjene

Pri provedbi koncepta procjene razmatrali smo sljedeća načela procjene:

a) Načelo procjene gospodarske cjeline

Svaki skup stvari, prava i osoba s određenim gospodarskim ciljem, koji je sposoban djelovati u okviru gospodarskog ustroja, može biti predmetom procjene vrijednosti. Načelo procjene vrijednosti Društva kao gospodarske cjeline odnosi se na kombinaciju materijalnih i nematerijalnih vrijednosti potrebnih za ostvarenje cilja, koje, kao cjelina, proizvode određene rezultate.

b) Načelo procjene trajno raspoloživih viškova primitaka

Cilj kombiniranja materijalnih i nematerijalnih dobara u procesu poslovanja Društva je uglavnom ostvarenje trajno raspoloživih viškova primitaka. Budući rezultati na kojima se temelji izračun vrijednosti prihoda predmetom su stjecanja zajedno sa Društvom, te stoga trebaju biti priznati vlasnicima Društva. Sukladno tome, ukoliko Društvo trajno ostvaruje manjkove, navedeni trebaju teretiti vlasnike Društva.

c) Načelo datuma procjene

Vrijednost društva utvrđuje se na točno određen datum. Pri tome su mjerodavne okolnosti koje vrijede na taj datum.

Fer vrijednost Društva izračunavati ćemo na datum procjene, za koji uzimamo 30.06.2022.

d) Načelo procjene vlastitog kapitala

Uobičajeno je da se društvo procjenjuje u svojem postojećem pravnom obliku. Vrijednost društva veže se pri tome uz zbroj kapitala. Od odlučujuće je važnosti da procijenjeni kapital kao osnova vrijednosti društva u okviru određene transakcije ostaje nepromijenjen.

e) Načelo analize prošlosti

Bez saznanja o položaju društva u prošlosti i sadašnjosti planiranje budućih rezultata u osnovi je neizvedivo. S obzirom da se vremenskim usporedbama i analizom pojedinih faktora koji utječu na rezultat stječu uvidi i saznanja o pojedinim sastavnicama rezultata, rezultat prošlih razdoblja pripada ishodišnim osnovama procjene vrijednosti društva.

f) Načelo povezanosti procjene s budućim razdobljima

Vrijednost društva povezana je uz buduća razdoblja.

g) Načelo jednoznačnosti

Izabrane veličine na temelju kojih se vrši procjena moraju biti jasne i jednoznačne.

h) Načelo zanemarivosti načela opreznosti

Načelo opreznosti, koje se odražava u sastavljanju Bilance, ne mora se primjenjivati kod procjene vrijednosti društva iz razloga što se kod procjene trebaju očuvati interesi obiju strana. Načelo opreznosti iskazuje se uvijek jednostrano, za jednu od strana koje imaju interesa u procjeni vrijednosti društva.

i) Načelo primjene pouzdanih podloga procjene

Sve podloge koje procjenjivano Društvo stavlja na raspolaganje podvrgnut ćemo kritičkom ispitivanju. Ovo se provodi prema načelima kontrole uvjerljivosti, pri čemu je završna analiza usmjerena na utvrđivanje vjerodostojnosti podloga.

j) Načelo trajnosti poslovanja

Kod procjene vrijednosti imovine kao pretpostavka se uzima kontinuitet poslovanja (going concern), pod uvjetom da Društvo ispunjava kriterije za takvu ocjenu. Društvo ima veliki dio nekretnina terećen založnim pravima i nad nekima su pokrenute ovrhe, ali je mogućnost premještanja i daljnjeg odvijanja poslovanja osigurana na neopterećenim nekretninama.

S obzirom na to da je Društvo izjavilo da namjerava trajno poslovati, procjenitelj nije uzimao u obzir metode procjene kod diskontinuitetnog poslovanja.

k) Načelo posebne procjene imovine koja nije neophodna za poslovanje

Kod procjene vrijednosti, predmeti imovine koji nisu neophodni za poslovanje (uključujući i dugovanja) moraju se podvrgnuti posebnom postupku procjene.

l) Neovisnost i stručnost procjenitelja

Budući Procjenitelj nije revizor Društva time ne podliježe zabrani obavljanja procjene sukladno članku 11. Zakona o reviziji.

2. Čimbenici koji utječu na procjenu Društva

Na vrednovanje utječu slijedeće varijable:

- Povijest društva;
- Reputacija društva;
- Kompetentnost menadžera;
- Tržišni udio;
- Potencijal tržišta;
- Kompetentnost zaposlenih;
- Atraktivnost roba koje se prodaju;
- Politički izgledi zemlje;
- Vrijednost i adekvatnost imovine;
- Poslovne performanse i pokazatelji;
- Mogućnost utjecaja na cijene;
- Financijski položaj društva.

II. POVIJESNA ANALIZA

3. Analiza društva BRIONKA d.d.

3.1. BRIONKA D.D. DANAS

Društvo je u tijeku 2020. godine značajno osjetilo posljedice lockdowna zbog pandemije virusa Covid-19 u vidu znatnog smanjenja proizvodnje i prodaje. Naime, zatvoreni su veliki kupci kao hoteli i ugostiteljski objekti, škole i vrtići, a prodaja u maloprodajnim objektima je bila vremenski ograničena. Tijekom 2021. godine došlo je do oporavka, a u 2022. godini se poslovanje vraća na pokazatelje iz godina prije pandemije.

Početak 2022. godine došlo je do vojne agresije Ruske Federacije na Republiku Ukrajinu čije se posljedice odražavaju kao porast općeg nivoa cijena sirovina, proizvoda i usluga, a posebice porast cijena energenata, kako u Republici Hrvatskoj tako i u cijeloj Europi i ostatku svijeta. Porast ulaznih cijena utječe na porast troškova poslovanja dok prihodi ne mogu rasti istom brzinom radi utjecaja konkurencije.

Nedostatak radne snage utječe i na potrebu povećanja plaća kako bi se radnici privukli i zadržali, a to ponovo utječe na rast troškova.

Društvo za sada prate banke te se obveze zadovoljavajuće podmiruju.

Problematika koja opterećuje buduće poslovanje Društva je založno pravo na nekretninama i postojeći sudski sporovi. Naime, nad nekretninama u sjedištu Društva, odnosno zgradama u kojima se odvija proizvodnja tjestenine i slastičarskih proizvoda, pripadajuće skladišta sirovina i ambalaže, skladište smrznutih proizvoda te parkirni prostor za dostavna vozila pokrenut je ovršni postupak te se vodi spor radi proglašenja nedopuštenosti ovrhe. Ishod spora je neizvjestan.

Osim toga, na području sjedišta Društva pokrenuta je ovrha na zemljištu i cesti oko spomenute zgrade i ta ovrha je izvjesna.

Nekretnine u Novigradu i Malom Lošinju su dane u zalog Fondu za privatizaciju po osnovi obveze Puljanke d.d. Pula za otkup dionica Istre d.d. Pula. Puljanka d.d. je većinski vlasnik Istre d.d. Nad Puljankom d.d. je otvoren stečaj. Nad Istrom d.d. je obustavljen predstečajni postupak radi upravnog spora pokrenutog od jednog vjerovnika te se na većini nekretnina društva provode

ovršni postupci radi naplate tražbina. Nastavno na navedeno, ishod zaloga na predmetnim nekretninama Brionke d.d. je neizvjestan.

Ostale nekretnine Društva (pekara sa skladištem, jedan maloprodajni prostor i zemljište u Vodnjanu) su opterećene zalozima banaka za vlastite obveze Društva. Obveze se podmiruju pravovremeno.

Dio zgrade u sjedištu Društva u kojem su smješteni uredi uprave, komercijale i računovodstva opterećen je zalogom jednog vjerovnika prema kojem su obveze u cijelosti podmirene. Odbijen je prijedlog vjerovnika o brisanju zaloga radi proceduralne greške. Društvo će poduzeti mjere da se ispoštuju procedure potrebne za brisanje založnog prava.

Veliki dio obveza Ovisnog društva podmiruje se iz sredstava Društva te su s te osnove formirana ulaganja u kapitalne rezerve Ovisnog društva u iznosu od 8.500.000 kuna. U konsolidiranim financijskim izvještajima navedeno ulaganje u Ovisno društvo je eliminirano. Novac je utrošen za podmirivanje obveza Ovisnog društva.

3.2. OSNOVNO O BRIONKA D.D.

Brionka d.d. je društvo s tradicijom preko 75 godina u proizvodnji pekarskih i slastičarskih proizvoda te tjestenine.

Sjedište Društva je na adresi Tršćanska ulica 35, Pula.

Osobe ovlaštene za zastupanje su Mladen Anić kao direktor, te prokuristi Velimir Anić, Tea Mateljak i Samir Abbaci.

Nadzorni odbor od pet članova čine Kristijan Anić, Boris Anić, Nada Piutti, Mladen Janda i Ahmed Abbaci.

Temeljni kapital od 50.315.800 kn oformljen je odlukom Glavne Skupštine 2004. godine te se sastoji od 132.410 dionica nominalne vrijednosti 380 kuna.

Proizvodnja tjestenine, pekarskih i slastičarskih proizvoda se odvija u Društvu, a najveći dio prodaje proizvoda odvija se preko ovisnog društva Brionka – Trgovina d.o.o. Tržište prodaje je područje Županije Istarske.

Imovinu Društva čine nekretnine, oprema za proizvodnju, oprema i inventar proizvodnje i uređa te transportna sredstva. Imovinu Ovisnog društva čini najvećim dijelom oprema maloprodajnih objekata.

Zbog blokade temeljem solidarnog jamstva 2013. godine nad članicama Grupe Brionka (Brionka d.d. i Brionka-trgovina d.o.o.) pokrenut je postupak predstečajne nagodbe. Predstečajna nagodba je sklopljena 2014. godine te su obveze iz plana restrukturiranja u cijelosti podmirene zaključno s 2019. godinom.

Do 2017. godine Grupu Brionka činila su društva Brionka d.d. kao matrica te ovisna društva Brionka - Trgovina d.o.o. i Puljanka – Brionka d.o.o.. Naime, u tijeku 2017. godine prodano je ovisno društvo Puljanka – Brionka d.o.o. i od tada Brionka d.d. preuzima proizvodnju koja se do tada odvijala u Puljanci – Brionci d.o.o.

Prikaz 1 – Vlasnička struktura Društva prema stanju SKDD na 30.06.2022.

BRIONKA D.D./REDOVNA DIONICA BRNK-R-A				
	Vlasnik/nositelj računa/Suovlaštenik/imatelj VP	Stanje	Vrijednost [HRK]	[%]
1.	PROENERGY D.O.O. (63962176928)	19.600	7.448.000	14,8
2.	ABBACI AHMED (75741556317)	19.000	7.220.000	14,35
3.	TERMOTEHNIKA TRGOVINA D.O.O. (71227008358)	17.864	6.788.320	13,49
4.	CARRARO MASSIMO (04992180988)	14.823	5.632.740	11,19
5.	BRIONKA D.D. (45422293596) (1/1)	12.932	4.914.160	9,77
6.	ANIĆ MLADEN (35642281468)	5.960	2.264.800	4,5
7.	FLORIČIĆ KRISTIJAN (20412779890)	4.674	1.776.120	3,53
8.	ANIĆ VELIMIR (32881950468)	3.844	1.460.720	2,9
9.	PASHOLLI JASMINA (31335489661)	3.360	1.276.800	2,54
10.	JAKELIĆ TOMISLAV (86897681307)	1.842	699.960	1,39
Ukupno:		103.899	39.481.620	78,47

Izvor: SKDD

4. Makroekonomska analiza

Općenito dostupne informacije na datum pisanja ovog izvještaja izračunate su statističkim metodama koje se baziraju na projekcijama s baznim vrijednostima iz ožujka 2022. godine.

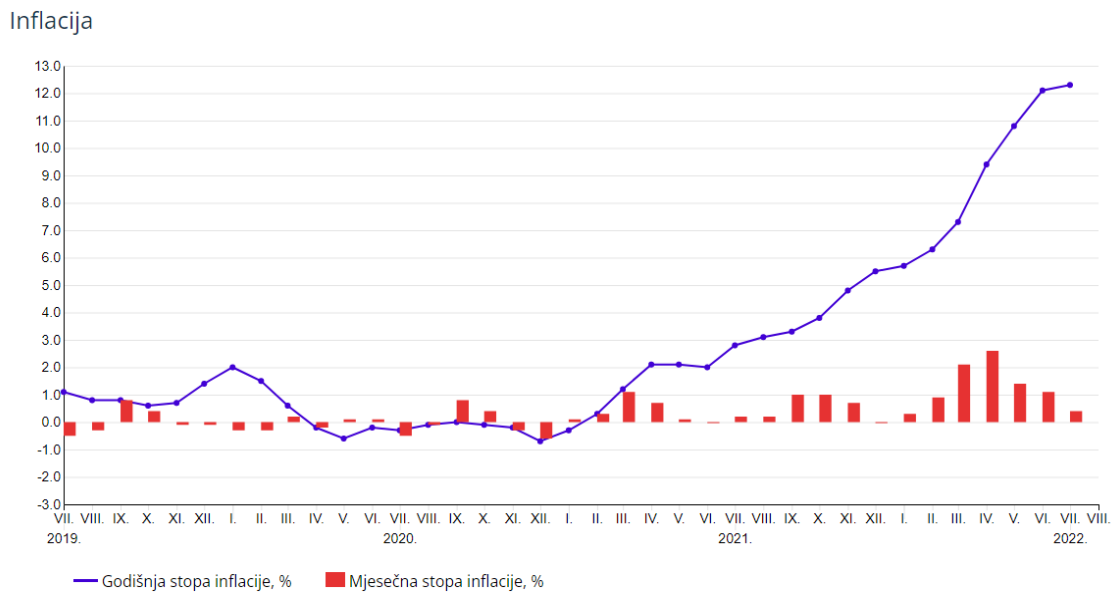
Nakon ožujka, ESB je pogoršala očekivanja za Hrvatsku, HNB je obradio inflaciju u objavljenom dokumentu s datumom 07.06.2022. godine sa zadnjim podacima za travanj 2022. godine. Nakon tog datuma su se inflatorni učinci ponovno pogoršali. Tada je projicirana godišnja stopa rasta inflacije bila na 5,9% za 2022. godinu, a rast u odnosu na prošlu projekciju iznosi 3,9% za 2022. godinu i 0,6% za 2023. godinu.

Prosječna stopa inflacije sukladno izvoru DSZ u 2022. godini iznosi 8,95% za period siječanj-srpanj, dok je gledajući projekcije za period kolovoz 2021/srpanj 2022 planirana inflacija na razini 12,1%. Stvarno kretanje inflacije i inflatornih učinaka može znatno varirati u odnosu na buduće projekcije zbog nestabilnosti uzorkovane ratom u Ukrajini.

Prema podacima trading Economics¹ inflacija za srpanj iznosi 12,3% dok za lipanj 12,1% za Hrvatsku.

¹<https://tradingeconomics.com/country-list/inflation-rate?continent=europe>

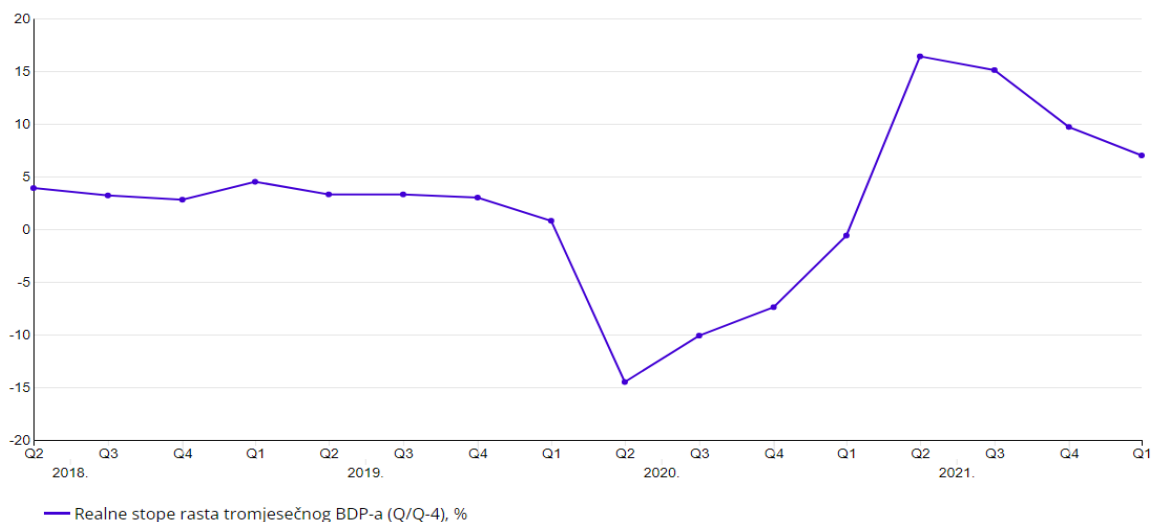
Prikaz 2 – Godišnje i mjesečne stope inflacije od VII 2019. do VI 2022. s projekcijom za VII i VIII 2022.



Izvor: DZS

Prikaz 3 – Kretanje DBP 2018. – 2021.

Bruto domaći proizvod (realne stope rasta)



Izvor: DZS

Prikaz 4 – Svodna tablica projiciranih makroekonomskih veličina

	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.		
												Aktualna projekcija	Prethodna projekcija (12/2021.)	Odstupanje
Nacionalni računi (realne stope promjene, u %)														
BDP	-0,1	-2,3	-0,4	-0,3	2,5	3,5	3,4	2,9	3,5	-8,1	10,2	5,5	4,1	1,5
Potrošnja kućanstava	1,0	-2,4	-1,6	-2,5	0,2	3,1	3,2	3,3	4,0	-5,3	10,1	5,3	3,7	1,7
Državna potrošnja	1,3	-0,9	0,7	1,3	-0,9	1,0	2,2	2,5	3,3	4,1	3,1	3,3	2,8	0,5
Bruto investicije u fiksni kapital	-3,7	-4,6	1,0	-2,3	8,4	5,0	1,5	3,8	9,8	-6,1	7,6	6,4	7,8	-1,3
Izvoz roba i usluga	2,3	-1,5	2,5	7,4	10,3	7,0	6,9	3,7	6,8	-22,7	33,3	11,3	8,1	3,2
Uvoz roba i usluga	2,5	-2,4	3,2	3,5	9,4	6,5	8,4	7,5	6,5	-12,3	14,7	9,9	7,8	2,2
Tržište rada														
Broj zaposlenih (prosječna stopa promjene, u %)	-1,1	-1,2	-1,5	-2,0	0,7	1,9	1,9	2,3	2,3	-1,2	2,2	2,6	1,5	1,1
Cijene														
Indeks potrošačkih cijena (stopa promjene, u %)	2,3	3,4	2,2	-0,2	-0,5	-1,1	1,1	1,5	0,8	0,1	2,6	9,4	2,4	7,0
Harmonizirani indeks potrošačkih cijena (stopa promjene, u %) ^a	2,2	3,4	2,3	0,2	-0,3	-0,6	1,3	1,6	0,8	0,0	2,7	9,4		

	2011. ^a	2012. ^a	2013. ^a	2014. ^a	2015. ^a	2016. ^a	2017. ^a	2018. ^a	2019. ^a	2020. ^a	2021. ^a	2022. ^a		
												Aktualna projekcija	Prethodna projekcija (12/2021.) ^a	Odstu panjea
Vanjski sektor														
▪ Tekući račun-platne bilance (u % BDP-a) ^a	-1,7 ^a	-1,8 ^a	-1,0 ^a	0,3 ^a	3,4 ^a	2,3 ^a	3,5 ^a	1,9 ^a	3,0 ^a	-0,1 ^a	3,4 ^a	2,1 ^a	1,4 ^a	0,7 ^a
▪ Tekući i kapitalni račun-platne bilance (u % BDP-a) ^a	-1,5 ^a	-1,5 ^a	-0,8 ^a	0,8 ^a	4,1 ^a	3,7 ^a	4,5 ^a	3,2 ^a	4,6 ^a	2,0 ^a	5,8 ^a	5,2 ^a	5,0 ^a	0,1 ^a
▪ Bruto inozemni dug (u % BDP-a) ^a	108,3 ^a	107,0 ^a	109,6 ^a	112,6 ^a	106,9 ^a	94,5 ^a	87,2 ^a	80,8 ^a	72,4 ^a	79,8 ^a	77,9 ^a	69,8 ^a	68,1 ^a	1,8 ^a
Monetarna kretanja (stope promjene, u %)^a														
▪ Ukupna likvidna sredstva - M4 ^a	5,6 ^a	3,6 ^a	4,0 ^a	3,2 ^a	5,2 ^a	4,7 ^a	2,1 ^a	5,5 ^a	2,9 ^a	9,3 ^a	10,7 ^a	9,9 ^a	10,1 ^a	-0,3 ^a
▪ Ukupna likvidna sredstva - M4 ^b ^a	4,4 ^a	3,5 ^a	3,8 ^a	2,4 ^a	4,6 ^a	5,3 ^a	3,2 ^a	6,1 ^a	3,5 ^a	9,1 ^a	10,4 ^a	9,6 ^a	10,0 ^a	-0,4 ^a
▪ Plasmani (isključujući središnju državu) ^a	4,8 ^a	-5,9 ^a	-0,5 ^a	-1,6 ^a	-3,0 ^a	-3,7 ^a	-1,2 ^a	2,0 ^a	2,8 ^a	3,9 ^a	3,0 ^a	7,4 ^a	2,8 ^a	4,6 ^a
▪ Plasmani (isključujući središnju državu) ^a	3,5 ^a	-1,2 ^a	0,8 ^a	-1,5 ^a	-2,3 ^a	1,1 ^a	2,9 ^a	4,4 ^a	4,2 ^a	3,9 ^a	3,9 ^a	7,4 ^a	3,4 ^a	4,1 ^a
▪	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

^a Harmonizirani indeks potrošačkih cijena, prognozira se od 2022. godine

^b Stope promjene izračunate su na osnovi podataka o transakcijama (vidi Dodatak 1. Uvođenje podataka o transakcijama u analizu monetarnih kretanja u Biltenu HNB-a, br. 221).

Izvor: HNB

Kao jedan od bitnijih makroekonomskih čimbenika za poduzeće BRIONKA d.d. izdvojiti će se index promjene potrošačkih cijena, iz razloga što je dio proizvoda namijenjen za vlastitu veleprodaju, a većina proizvoda je namijenjena za maloprodaju preko Ovisnog društva. Shodno spomenutom, slijedi detaljniji prikaz kretanja indexa potrošačkih cijena 2019. do 2022. godine.

Prikaz 5 – Indeksi potrošačkih cijena

HARMONIZIRANI INDEKSI POTROŠAČKIH CIJENA PO STALNIM POREZNIM STOPAMA ^a												
HARMONISED INDEX OF CONSUMER PRICES AT CONSTANT TAX RATES ^a												
	I.	II.	III.	IV.	V.	VI.	VII.	VIII.	IX.	X.	XI.	XII.
	2019. ^a	2019. ^a	2019. ^a	2019. ^a	2019. ^a	2019. ^a	2019. ^a	2019. ^a	2019. ^a	2019. ^a	2019. ^a	2019. ^a
Godina 2019^a	I.	101,65 ^a	101,74 ^a	102,52 ^a	103,18 ^a	103,63 ^a	103,91 ^a	104,44 ^a	103,85 ^a	104,10 ^a	103,71 ^a	103,58 ^a
	Annual rates of change ^a	1,2 ^a	1,4 ^a	1,7 ^a	1,4 ^a	1,6 ^a	1,1 ^a	1,5 ^a	1,1 ^a	1,2 ^a	1,3 ^a	2,1 ^a
	Monthly rates of change ^a	0,2 ^a	0,1 ^a	0,8 ^a	0,6 ^a	0,4 ^a	0,3 ^a	0,5 ^a	-0,4 ^a	-0,2 ^a	0,2 ^a	-0,4 ^a
Godina 2020^a	I.	103,93 ^a	103,46 ^a	103,50 ^a	103,20 ^a	103,06 ^a	103,63 ^a	103,97 ^a	103,76 ^a	104,09 ^a	103,86 ^a	103,45 ^a
	Annual rates of change ^a	2,2 ^a	1,7 ^a	1,0 ^a	0,0 ^a	-0,6 ^a	-0,3 ^a	-0,5 ^a	-0,3 ^a	0,0 ^a	0,1 ^a	-0,1 ^a
	Monthly rates of change ^a	0,3 ^a	-0,5 ^a	0,0 ^a	-0,3 ^a	-0,1 ^a	0,6 ^a	0,3 ^a	-0,2 ^a	-0,1 ^a	0,4 ^a	-0,2 ^a
Godina 2021^a	I.	103,60 ^a	103,85 ^a	104,62 ^a	105,19 ^a	105,30 ^a	105,69 ^a	106,60 ^a	106,81 ^a	107,10 ^a	107,94 ^a	108,62 ^a
	Annual rates of change ^a	-0,3 ^a	0,4 ^a	1,1 ^a	1,9 ^a	2,2 ^a	2,0 ^a	2,5 ^a	2,9 ^a	3,3 ^a	3,7 ^a	4,5 ^a
	Monthly rates of change ^a	0,1 ^a	0,2 ^a	0,7 ^a	0,5 ^a	0,1 ^a	0,4 ^a	0,9 ^a	0,2 ^a	0,3 ^a	0,8 ^a	0,5 ^a
Godina 2022^a	I.	109,06 ^a	110,11 ^a	112,24 ^a	116,64 ^a	117,99 ^a	119,86 ^a	121,66 ^a				
	Annual rates of change ^a	5,3 ^a	6,0 ^a	7,3 ^a	10,9 ^a	12,1 ^a	13,4 ^a	14,1 ^a				
	Monthly rates of change ^a	0,4 ^a	1,0 ^a	1,9 ^a	3,9 ^a	1,2 ^a	1,6 ^a	1,5 ^a				
Napomena:^a												
Notice:^a												
Detailed data on indices and rates of change of the harmonised index of consumer prices are available on the Eurostat website ^b												

5. Analiza industrije i konkurencije

Nakon provedenog istraživanja makrookruženja društva, ključno je provesti analizu industrije i djelatnosti (mikrookruženje) s ciljem uvida u konkurentnu poziciju na tržištu. Analiza konkurentskih kompanija će se razmatrati prema istovjetnim vrstama proizvoda i to tjestenine, pekarskih i slastičarskih proizvoda. Ovisno društvo se pored prodaje tjestenine, pekarskih i slastičarskih proizvoda Društva dodatno bavi prodajom ostale robe kao što su pića, ostali prehrambeni proizvodi i osnovne kućne potrepštine kao nadopunu asortimana.

Prodaju svojih proizvoda Društvo vrši putem veleprodaje pravnim osobama kao što su hoteli, ugostiteljski objekti, škole i vrtići te ostala društva na području Županije Istarske. Maloprodaja proizvoda i ostale robe vrši se putem maloprodajnih objekata, uglavnom, Ovisnog društva. Dvanaest maloprodajnih objekata se nalazi na području grada Pule i jedanaest u okolnim naseljima i na širem području Županije Istarske.

Samo su dva maloprodajna objekta u vlasništvu Društva, ostali su u najmu.

Analiza konkurentskih poduzeća će se provesti razmatranjem deset ključnih financijskih pokazatelja na datum 31.12.2021.godine, a to su :

- Prihodi
- Neto dobit/gubitak
- EBITDA
- Dodana vrijednost
- Novčani tok iz operacija
- Stopa povrata na kapital (ROE)
- Stopa povrata imovine (ROA)
- Broj zaposlenih osoba
- Dani vezivanja zaliha
- Marža neto dobiti

5.1. Proizvodnja kruha, tjestenina i slastica

Kao najznačajniji konkurenti na ovom tržištu su promatrani konkurenti u pekarskoj industriji Radnik Opatija d.d., Mlinar d.o.o. i Pan-Pek d.o.o. . Konkurenti u proizvodnji tjestenine nisu obuhvaćeni analizom jer na prihode od tjestenine Društva otpada samo 2,6% ukupnih prihoda.

Tablica 1: Usporedba konkurenata u pekarskoj industriji na 31.12.2021.

Poduzeće	RADNIK OPATIJA d.d.	MLINAR d.o.o.	PAN-PEK d.o.o.	BRIONKA d.d.	DJELATNOST C 10.71: P...	EKONOMIJA
Ukupni prihodi	79.147.200	682.015.100	290.494.100	38.155.400	4.940.238.684	887.603.925.060
Neto dobit/gubitak razdoblja	842.400	19.351.900	- 30.945.000	- 2.140.500	20.986.169	44.634.502.127
EBITDA	2.938.700	95.253.000	11.663.000	5.085.000	381.194.315	104.867.078.033
Dodana vrijednost	21.070.100	310.561.500	121.000.700	16.792.300	1.864.389.619	261.163.384.716
Broj zaposlenih osoba	181	1.671	779	101	15.026	970.175
Dani vezivanja zaliha	8,09	20,55	28,53	18,36	24,67	58,20
Marža neto dobiti	1,06	2,84	- 10,65	- 5,61	0,42	5,03
Stopa povrata imovine (ROA)	2,98	2,11	- 12,43	- 3,04	0,49	3,38
Stopa povrata na kapital (ROE)	3,56	21,53	n.p.	- 3,90	1,49	8,38
Novčani tijek iz operacija	2.805.758,00	76.328.292,00	8.307.909,00	169.151,00	321.268.798,00	95.371.637.770,00

Izvor: Bisnode.hr

U djelatnosti proizvodnje kruha, peciva, kolača i sl. su također promatrana tri konkurenta isključivo iz te djelatnosti. Od promatranih društava BRIONKA d.d. i PAN-PEK d.o.o. bilježe neto gubitak u poslovnoj godini. Vodeća pozicija na tržištu pripada društvu Mlinar pekarska industrija koje je u 2021. godini imalo najveći novčani tijek iz poslovnih aktivnosti, uz visoke ostale pokazatelje kao npr. marža neto dobiti (2,84%) i ROE (21,53%). Od ostalih promatranih konkurenata iz djelatnosti stabilnu poziciju na tržištu drži Radnik Opatija koje je u 2021. godini imalo EBITDA OD 2.938.700 kuna, ROA 2,98% i ROE 3,56%. Brionka d.d. je ostvarila negativne pokazatelje poslovanja , a još lošije pokazatelje ostvario je PAN-PEK d.o.o.

6. Temelj za procjenu rizika ulaganja

Društvo je osnovano 1942. godine, te na 31.12.2021. društvo ima temeljni (dionički) kapital u iznosu od 50.315.800 kn. Informacije na kojima se temelji procjena, analiza poslovanja, ocjena rizičnosti ulaganja se buduća očekivanja uključuju:

- Revidirani konsolidirani godišnji financijski izvještaji od 2019. do 2021. godine;
- Nerevidirane godišnje financijske izvještaje za 6 mjeseci 2022. godine;
- Financijski plan bilance i računa dobiti i gubitka za period od 2022. do 2026. godine pripremljen od Uprave
- Dodatni izvori informacija kao što su Sudski registar, Javna objava (FINA) te Zagrebačka burza

Naš angažman je dodatno uključivao:

- Analiza financijskih izvještaja od 2019. do 2021. godine;
- Projekcija financijskih izvještaja (bilance) za period od 2022. godine do 2026 .godine primljenih od Uprave Društva;
- Izračun diskontne stope (ponderirani prosječni trošak kapitala, eng.WACC, Prilog 1);
- Primjena metodologije procjene vrijednosti društva – Metoda diskontiranih novčanih tokova;
- Ilustrativni prikaz fer vrijednosti društva na temelju primijenjenih metodologija procjene vrijednosti metodom diskontiranog novčanih tokova.

6.1. Bilanca i Račun dobiti i gubitka

U nastavku je dan povijesni prikaz Konsolidirane bilance Društva za protekla razdoblja od 31.12.2019. godine do 31.12.2021. godine te prikaz Konsolidiranog računa dobiti i gubitka Društva za protekla razdoblja od 01.01.2019. godine do 31.12.2021. godine, koji su korigirani za neuobičajene stavke poslovanja.

Tablica 2: Povijesni pregled Konsolidirane bilance od 2019. do 2021.

Bilanca			
HRK	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021
Dugotrajna imovina	64.245.514	60.404.341	55.678.209
Nematerijalna imovina	2.552.617	2.359.000	2.210.810
Materijalna imovina	39.618.382	36.700.941	36.746.214
Kratkotrajna imovina	10.505.658	9.739.802	10.708.087
Zalihe	2.400.798	2.050.009	2.291.405
Potraživanja od kupaca	4.360.295	3.485.132	4.523.108
Ostala potraživanja	3.520.684	3.600.647	3.349.401
Novac	223.881	604.014	544.173
Ukupno aktiva	74.751.172	70.144.143	66.386.296
Kapital	49.752.326	50.520.110	48.469.904
Temeljni kapital	50.315.800	50.315.800	50.315.800
Rezerve iz dobiti	-1.168.938	-558.182	149.602
Zadržana dobit	386.800	-5.293	54.707
Dobit tekuće godine	218.664	767.785	-2.050.205
Dugoročne obveze	7.943.200	8.103.844	7.183.638
Dugoročne fin.obveze	7.943.200	8.103.844	7.183.638
Kratkoročne obveze	17.055.646	11.520.189	10.732.754
Kratkoročne fin.obveze	4.235.179	2.872.728	3.425.814
Obveze prema dobavljačima	9.445.432	6.055.981	5.213.525
Ostale obveze	3.375.035	2.591.480	2.093.415
Ukupno pasiva	74.751.172	70.144.143	66.386.296
KPI's			
KOA = Poslovni prihodi / Uk.imovina	1,04	0,66	0,78
Dani vezivanja zaliha	27	40	36
Dani naplate potraživanja	26	32	34
Dani plaćanja dobavljačima	75	90	61
Cash gap	-22	-18	9
ROIC = EBIT/(Kapital+FO))	4,0%	2,3%	4,9%

Tablica 3: Povijesni pregled Konsolidiranog računa dobiti i gubitka od 2019. do 2021.

RDG			
HRK	2019	2020	2021
Prodaja	60.814.662	40.381.944	48.752.772
Prihodi od prodaje	60.814.662	40.381.944	48.752.772
COGS	(32.031.161)	(18.766.370)	(23.244.591)
Bruto marža	28.783.501	21.615.574	25.508.181
Trošak zaposlenika	(16.942.241)	(16.520.726)	(15.099.477)
Ostali troškovi	(13.774.058)	(5.844.812)	(7.817.158)
Ostali poslovni prihodi	2.330.280	1.071.905	519.396
EBITDA	397.482	321.941	3.110.942
Amortizacija	(3.300.952)	(3.300.952)	(2.480.204)
EBIT	(2.903.470)	(2.979.011)	630.738
Financijski rezultat	(434.897)	(648.483)	(1.715.346)
Izvanredni rezultat	3.557.031	4.395.279	(965.597)
Prihodi od državnih potpora	-	4.614.479	2.385.787
Prihodi od procijene vrijednosti FI	14.300.000	-	-
Troškovi otpisa potraživanja	(2.982.440)	(219.200)	(127.541)
Troškovi otpisa danih zajmova	(5.925.029)	-	-
Vrijednosno usklađenje zajmova	(1.835.500)	-	-
Nerealizirani gubici na financijskoj imovini	-	-	(3.223.843)
Porez na dobit	-	-	-
Neto dobit	218.664	767.785	(2.050.205)
KPI's			
Rast prihoda od prodaje	n.p.	-33,6%	20,7%
Bruto marža (%)*	47,3%	53,5%	52,3%
EBITDA marža (%)**	0,6%	0,8%	6,3%
EBIT marža (%)**	-4,6%	-7,2%	1,3%
Neto profitna marža (%)**	0,3%	1,9%	-4,2%

* marže izračunate na prihode od prodaje

** marža izračunate na poslovne prihode (prodaja + ostali poslovni prihodi)

Tablica 4: Dani vezivanja zaliha, dani naplate potraživanja i dani plaćanja dobavljačima

HRK	2019	2020	2021
Zalihe	2.400.798	2.050.009	2.291.405
COGS	32.031.161	18.766.370	23.244.591
Koeficijent obrtaja	13,3	9,2	10,1
Dani vezivanja zaliha	27	40	36
% prodaje	3,9%	5,1%	4,7%
Potraživanja od kupaca	4.360.295	3.485.132	4.523.108
Prodaja	60.814.662	40.381.944	48.752.772
Koeficijent obrtaja	13,9	11,6	10,8
Dani naplate potraživanja	26	32	34
% prodaje	7,2%	8,6%	9,3%
Obveze prema dobavljačima	9.445.432	6.055.981	5.213.525
Poslovni rashodi (bez tr.zap i amort.)	45.805.219	24.611.182	31.061.749
Koeficijent obrtaja	4,8	4,1	6,0
Dani plaćanja dobavljačima	75	90	61
% prodaje	15,5%	15,0%	10,7%
Ostala potraživanja	3.520.684	3.600.647	3.349.401
% prodaje	5,8%	8,9%	6,9%
Ostale obveze	3.375.035	2.591.480	2.093.415
% prodaje	5,5%	6,4%	4,3%
<i>Cash Gap</i>	-22	-18	9
<i>Neto obrtni kapital / prodaja (%)</i>	-4,4%	-1,3%	3,3%
<i>Operativni radni kapital / prodaja (%)</i>	-4,2%	1,2%	5,9%

Tablica 5: Promjena operativnog radnog kapitala

HRK	2019	2020	2021
Zalihe	2.400.798	2.050.009	2.291.405
Potraživanja od kupaca	4.360.295	3.485.132	4.523.108
Potraživanja od države	162.083	92.875	250.550
Ostala potraživanja	3.358.601	3.507.772	3.098.851
Obveze prema dobavljačima	(9.445.432)	(6.055.981)	(5.213.525)
Obveze prema zaposlenicima	(1.163.317)	(821.298)	(816.778)
Obveze prema državi i javn.inst.	(1.096.962)	(752.191)	(593.090)
Ostale kratkoročne obveze	(1.114.756)	(1.017.991)	(683.547)
Operativni radni kapital	-2.538.690	488.327	2.856.974
<i>Promjena oper. radnog kapitala</i>		3.027.017	2.368.647

Tablica 6: Vertikalna i horizontalna analiza Konsolidiranog računa dobiti i gubitka

RDG	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2020/2019	2021/2020
HRK								
Prodaja	60.814.662	40.381.944	48.752.772	100,0%	100,0%	100,0%	(33,6%)	20,7%
Prihodi od prodaje	60.814.662	40.381.944	48.752.772	100,0%	100,0%	100,0%	(33,6%)	20,7%
COGS	(32.031.161)	(18.766.370)	(23.244.591)	(52,7%)	(46,5%)	(47,7%)	(41,4%)	23,9%
Bruto marža	28.783.501	21.615.574	25.508.181	47,3%	53,5%	52,3%	(24,9%)	18,0%
Trošak zaposlenika	(16.942.241)	(16.520.726)	(15.099.477)	(27,9%)	(40,9%)	(31,0%)	(2,5%)	(8,6%)
Troškovi otpisa potraživanja	(2.982.440)	(219.200)	(127.541)	(4,9%)	(0,5%)	(0,3%)	n.p	n.p
Troškovi otpisa danih zajmova	(5.925.029)	-	-	(9,7%)	-	-	n.p	n.p
Ostali troškovi	(13.774.058)	(5.844.812)	(7.817.158)	(22,6%)	(14,5%)	(16,0%)	(57,6%)	33,7%
Ostali poslovni prihodi	16.630.280	5.686.384	2.905.183	27,3%	14,1%	6,0%	(65,8%)	(48,9%)
Prihodi od državnih potpora	-	4.614.479	2.385.787	-	11,4%	4,9%	n.p	(48,3%)
Prihodi od procijene vrijednosti FI	14.300.000	-	-	23,5%	-	-	n.p	n.p
Ostalo	2.330.280	1.071.905	519.396	3,8%	2,7%	1,1%	(54,0%)	(51,5%)
EBITDA	5.790.013	4.717.220	5.369.188	7,5%	10,2%	10,4%	(18,5%)	13,8%
Amortizacija	(3.300.952)	(3.300.952)	(2.480.204)	(5,4%)	(8,2%)	(5,1%)	0,0%	-24,9%
EBIT	2.489.061	1.416.268	2.888.984	3,2%	3,1%	5,6%	(43,1%)	104,0%
Financijski rezultat	(2.270.397)	(648.483)	(4.939.189)	(3,7%)	(1,6%)	(10,1%)	(71,4%)	661,7%
Vrijednosno usklađenje zajmova	(1.835.500)	-	-	(3,0%)	-	-	n.p	n.p
Nerealizirani gubici na financijskoj imovini	-	-	(3.223.843)	-	-	(6,6%)	n.p	n.p
Ostalo	(434.897)	(648.483)	(1.715.346)	(0,7%)	(1,6%)	(3,5%)	49,1%	164,5%
Izvanredni rezultat	-	-	-	-	-	-	-	-
Porez na dobit	-	-	-	-	-	-	n.p	n.p
Neto dobit	218.664	767.785	(2.050.205)	0,3%	1,7%	(4,0%)	251,1%	(367,0%)

*U vertikalnoj analizi se gleda udio pojedinih stavki/pozicija u odnosu na stavku **Prodaja**

III. Pretpostavke, projekcije i procjena fer vrijednosti metodom diskontiranih novčanih tokova

7. Ključne pretpostavke vezane uz procjenu i projekcije predvidivog vijeka procjene

Procjena je vršena na temelju ostvarenih stanja i transakcija u razdoblju 1.1.2019. – 31.12.2021. te planova uprave Društva 2022.-2026. g. uz sljedeće pretpostavke:

- Vrijednosni papiri Društva kotiraju na uređenom tržištu kapitala, odnosno na Zagrebačkoj burzi stoga se za potrebe procjene fer vrijednosti uzima metoda diskontiranih novčanih tokova;
- Procjena uvažava načelo "going concern", odnosno neograničenosti vremena poslovanja, jer dosadašnji i predvidivi rezultati ne dovode u pitanja buduće poslovanje poslovne cjeline, odnosno novog trgovačkog društva;
- Kao temelj za procjenu uzimaju se konsolidirani podaci Društva i Ovisnog društva jer se većina prodaje odvija preko maloprodajnih objekata u Ovisnom društvu te rezultat poslovanja Ovisnog društva bitno utječe na rezultat poslovanja Društva i Grupe u cjelini. Prihodi Ovisnog društva u konsolidiranim приходima od prodaje učestvuju s 42,6%;
- Ulaganje Društva u Ovisno društvo u iznosu od 8.500.000 kuna u vidu plaćenih obveza čini 13% konsolidirane aktive i 17% temeljnog kapitala;
- U konsolidiranim izvještajima iskazuje se goodwill koji je nastao kao rezultat ulaganja u Ovisno društvo. Trošak stjecanja je bio 2.301.400 kuna, a nominalna vrijednost temeljnog kapitala Ovisnog društva je 20.000 kuna. Društvo je obvezno primjenjivati Međunarodne standarde financijskog izvještavanja. Da se primjenjuju Hrvatski standardi financijskog izvještavanja goodwill bi bio u cijelosti amortiziran. Iz tog razloga je utjecaj goodwilla eliminiran na teret rezervi;
- Procjena se pouzdaje u ostvarenje poslovnih događaja predviđenih Financijskim planom Uprave te se ostvarenja iz Financijskog plana procjenjuju vjerojatnim za ispunjenje;
- Razdoblje predvidive procjene (explicit forecast period) iznosi pet godina;
- 2022. godina je prva godina projekcije iz razloga što do datuma ovog Elaborata nemamo konačne godišnje financijske izvještaja Društva;
- Procjena budućeg novčanog tijeka napravljena je temeljem ostvarene neto dobiti odnosno gubitaka za prošlo razdoblje;

-
- Ponderirani prosječni trošak kapitala (WACC) iznosi cca. 12,73%. Izračun WACC-a daje se u Prilogu br. 1;
 - Continuing value odnosno vrijednost novčanog tijeka nakon razdoblja predvidive procjene utvrđuje se u identičnom iznosu slobodnog novčanog tijeka kao za zadnju, petu godinu razdoblja predvidive procjene. Procijenjena stopa rasta Continuing value- a iznosi 3,04%;
 - Aktualna stopa poreza na dobit iznosi 18%;
 - U projiciranim godina Društvo kontinuirano ulaže u dugotrajnu materijalnu imovnu. Tijekom projiciranih godina sadašnja vrijednost osnovnih sredstva se smanjuje razmjerno sa iznosima amortizacije.
 - Temeljni (dionički) kapital društva u svim godinama iznosi 50.315.800 kn te u projiciranim godinama Društvo ne planira povećanja ili smanjenja temeljnog kapitala. Stoga, u svim projiciranim godinama se dionički kapital dijeli na 132.410 redovne dionice bez nominalnog iznosa;
 - Pozicije kapitalnih i drugih rezervi se u projiciranim godinama ne planiraju povećati ili smanjiti;
 - U projiciranim godinama očekuje se da će razine obveza prema zaposlenicima, obveze prema državi i drugim institucijama te ostale obveze pratiti trendove manjeg rasta iz prethodnih godina;
 - Vežano za Račun dobiti i gubitka, u projiciranim godinama se očekuje u 2022. godini rast prihoda od prodaje za otprilike 20% iz razloga porasta prodajnih cijena proizvoda, dok se u 2023. godini planira porast od 10%. U preostalim projiciranim godinama očekuje rast prihoda od prodaje po stopama od 7,8% do 2% što prati trend smanjenja planirane inflacije za Republiku Hrvatsku, a na rezultat će utjecat i uvođenje novih pekarskih proizvoda u asortiman.
 - U svim projiciranim godinama se očekuje pozitivna razina EBITDA s naglaskom mogućeg smanjenja u odnosu na bazne godine analize, zbog znatnog porasta cijene energenata, odnosno proizvođačkih cijena, u projekciji RDG-a je posebno predviđena u narednim godinama stavka za energente;
 - Troškovi sirovina i materijala postepeno se povećavaju u projiciranim godinama s obzirom na porast cijena sirovina, u projekcijama je predviđen porast osnovnih proizvodnih troškova (električna energija, brašno, ulje za 3% u odnosu na uobičajene što u apsolutnim iznosima predstavlja dodatno povećanje troškova od 1,5 mil. kuna godišnje;

-
- Politika amortizacije se u projiciranim godinama primjenjuje konzistentno te se planiraju investicije u CAPEX u 2022. godini 2,2 mil. kuna i u 2024. godini 3 mil. kuna;
 - Tijekom izrade izvješća u Republici Hrvatskoj je na snazi proglašenje epidemije virusa COVID-19 kao i proglašenje globalne pandemije od WHO. Utjecaj ovih događaja je uzet u obzir na projekcije novčanih tijekova, ali se ne može pouzdano procijeniti;
 - Tijekom izrade izvješća odvija se vojna agresija Ruske federacije na Republiku Ukrajinu što za posljedicu ima rast općeg nivoa cijena, pogotovo energenata. Utjecaj ovog događaja je uzet u obzir na projekcije novčanih tokova, ali se ne može pouzdano procijeniti

Slijedom ostvarenih stanja i transakcija u razdoblju 01.01.2019.-31.12.2021. i gore navedenih pretpostavki dobivene su projekcije konsolidiranog računa dobiti i gubitka za razdoblja 1.1.-31.12.2022., 1.1.-31.12.2023., 1.1.-31.12.2024., 1.1.-31.12.2025., 1.1.-31.12.2026. te projekcije konsolidirane bilance na 31.12.2022., 31.12.2023., 31.12.2024., 31.12.2025., 31.12.2026. godine.

Tablica 7: Projekcija Konsolidirane bilance od 2022. do 2026. godine

Neto imovina					
HRK	31.12.2022	31.12.2023	30.12.2024	30.12.2025	30.12.2026
Nematerijalna imovina	2.013.855	1.819.066	1.624.277	1.429.488	1.281.335
Materijalna imovina	33.715.712	31.669.787	30.952.565	30.689.444	30.170.157
Operativna dugotrajna imovina	35.729.567	33.488.853	32.576.841	32.118.932	31.451.491
Neoperativna imovina	-	-	-	-	-
Zalihe	1.839.569	1.943.315	2.026.611	2.080.619	2.122.232
Potraživanja od kupaca	4.167.360	4.319.629	4.333.452	4.476.456	4.565.985
Obveze prema dobavljačima	(4.346.877)	(5.857.417)	(4.522.860)	(4.665.213)	(4.758.517)
Neto obrtni kapital	1.660.052	405.527	1.837.203	1.891.862	1.929.699
Ostala operativna potraživanja	3.100.676	3.027.196	3.163.420	3.131.654	3.263.728
Ostale operativne obveze	(1.930.610)	(1.955.064)	(2.108.947)	(2.178.542)	(2.222.113)
Operativni radni kapital	2.830.118	1.477.659	2.891.676	2.844.974	2.971.315
Novac	1.213.224	796.801	441.949	592.076	828.689
Dugotrajna fin.imovina	17.794.200	19.877.400	19.460.600	19.043.800	20.127.000
Dugoročne fin.obveze	(6.623.547)	(4.299.424)	(3.670.649)	(2.324.134)	(2.187.631)
Kratkoročne fin.obveze	(2.367.805)	(2.521.504)	(1.928.775)	(1.346.515)	(1.300.963)
Neto dug	10.016.072	13.853.274	14.303.126	15.965.227	17.467.095
Neto imovina	48.575.757	48.819.785	49.771.644	50.929.133	51.889.901
Temeljni kapital	50.315.800	50.315.800	50.315.800	50.315.800	50.315.800
Rezerve iz dobiti	149.602	149.602	149.602	149.602	149.602
Preneseni gubitak	(1.995.498)	(1.889.645)	(1.645.617)	(693.758)	463.731
Dobit tekuće godine	105.853	244.028	951.858	1.157.490	960.767
Vlasnički kapital	48.575.757	48.819.785	49.771.644	50.929.133	51.889.901

Tablica 8: Projekcija Konsolidiranog računi dobiti i gubitka od 2022. do 2026. godine

RDG	2022	2023	2024	2025	2026
HRK					
Prodaja	58.503.326	63.066.586	65.904.582	68.079.433	69.441.022
Prihodi od prodaje	58.503.326	63.066.586	65.904.582	68.079.433	69.441.022
COGS	(29.193.160)	(30.839.560)	(32.161.436)	(33.018.525)	(33.678.896)
Bruto marža	29.310.167	32.227.025	33.743.146	35.060.908	35.762.126
Trošak zaposlenika	(18.136.031)	(19.550.642)	(20.430.420)	(21.104.624)	(21.526.717)
Ostali troškovi	(10.472.095)	(11.919.585)	(12.455.966)	(13.003.172)	(13.263.235)
Ostali poslovni prihodi	2.223.126	2.207.331	2.240.756	2.382.780	2.430.436
EBITDA	2.925.166	2.964.130	3.097.515	3.335.892	3.402.610
Amortizacija	(2.384.849)	(2.460.714)	(1.973.680)	(2.064.077)	(2.167.441)
EBIT	540.317	503.416	1.123.835	1.271.816	1.235.169
Financijski rezultat	(434.464)	(259.387)	(171.977)	(114.326)	(63.502)
Porez na dobit	-	-	-	-	(210.900)
Neto dobit	105.853	244.028	951.858	1.157.490	960.767
KPI's					
Kretanje prodaje	20,0%	7,8%	4,5%	3,3%	2,0%
Kretanje prodaje prema povezanim društvima	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bruto marža (%)*	50,1%	51,1%	51,2%	51,5%	51,5%
EBITDA marža (%)**	4,8%	4,5%	4,5%	4,7%	4,7%
EBIT marža (%)**	0,9%	0,8%	1,6%	1,8%	1,7%
Neto profitna marža (%)**	0,2%	0,4%	1,4%	1,6%	1,3%

* marža izračunata na prihode od prodaje

** marža izračunata na poslovne prihode (prodaja + ostali poslovni prihodi)

Tablica 9: Projekcija prodaje, bruto marže i EBITDA od 2022. do 2026. godine

Prodaja	2022	2023	2024	2025	2026
KN					
Prodaja	58.503.326	63.066.586	65.904.582	68.079.433	69.441.022
Prihod od prodaje	58.503.326	63.066.586	65.904.582	68.079.433	69.441.022
Kretanje prodaje	20,0%	7,8%	4,5%	3,3%	2,0%
Kretanje prodaje prema povezanim društvima	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bruto marža i EBITDA					
HRK					
Bruto marža	29.310.167	32.227.025	33.743.146	35.060.908	35.762.126
Trošak zaposlenika	(18.136.031)	(19.550.642)	(20.430.420)	(21.104.624)	(21.526.717)
Ostali troškovi	(10.472.095)	(11.919.585)	(12.455.966)	(13.003.172)	(13.263.235)
Ostali poslovni prihodi	2.223.126	2.207.331	2.240.756	2.382.780	2.430.436
EBITDA	2.925.166	2.964.130	3.097.515	3.335.892	3.402.610
Bruto marža (%)	50,1%	51,1%	51,2%	51,5%	51,5%
EBITDA marža (%)	4,8%	4,5%	4,5%	4,7%	4,7%

8. Odabir metode vrednovanja Društva

U svrhu monetarne komponente vrednovanja, društvo kao imovina nema nikakvu vrijednost, osim ako donosi zaradu svojem vlasniku, pa zato i u najjednostavnijem smislu teorija koja okružuje vrijednosne interese u poslovanju ovisi o budućim koristima koje će pristići vlasniku tih interesa. U tom okviru vrednovanje društva može se promatrati kao procjena budućih koristi koje društvo kao imovina može proizvesti svojem vlasniku i potrebne stope povrata kojom se ta buduća korist diskontira na sadašnju vrijednost. Različite su metode vrednovanja poduzeća i svaki procjenitelj promatra metode s drugog stajališta jer se zahtjevi poduzeća, tehnologija i ideje mijenjaju iz godine u godinu. Osnovne metode vrednovanja poduzeća su statičke i dinamičke metode procjene.

Statičke metode su metode s pomoću kojih se procjenjuje vrijednost poduzeća s aspekta računovodstva, a na poduzeće se gleda kao na skup imovinskih oblika koje to poduzeće ima u vlasništvu. Statičke metode pokušavaju iskazanu knjigovodstvenu vrijednost u imovinskom obliku u bilanci prilagoditi stvarnoj vrijednosti

Statičke metode su :

- knjigovodstvena vrijednost
- ispravljena knjigovodstvena vrijednost
- zamjenska vrijednost
- likvidacijska vrijednost.

Dinamičke metode podrazumijevaju ostvarene zarade i novčane tokove, te mogućnost ostvarivanja zarada i budućih čistih/slobodnih novčanih tokova. Nedostatak dinamičkih metoda je subjektivnost članova društva koji su zaduženi za izradu financijskih i poslovnih planova za projicirane godine. Polazna osnovica za vrednovanje zarada poduzeća je račun dobiti i gubitka. Kod dinamičke metode vrednovanja poduzeća važno je spomenuti kako poduzeća procjenu vrše na temelju budućih prihoda, pri čemu uzimaju u obzir rizik takve zarade (diskontna stopa).

Dinamičke metode su:

- procjena vrijednosti metodom multiplikatora i
- procjena vrijednosti temeljena na diskontiranim novčanim tokovima (eng. *discounted cash flow, DCF*).

Kod metode multiplikatora vrijednost poduzeća (ili imovine) izvedena je iz vrijednosti usporedivih poduzeća (imovine), na osnovi korištenja zajedničkih varijabli poput zarada, novčanih tokova, knjigovodstvene vrijednost, prodaje i sl. Ova metoda koristi različite sektorske prosjeke tržišnih multiplikatora, uz pretpostavku da su ostala poduzeća u sektoru usporediva, te da su tržišne cijene tih poduzeća u prosjeku pravedne. Cilj procjene vrijednosti poduzeća ovom metodom jest utvrditi vrijednost tvrtki koje imaju sličnu imovinu na tržištu. Smatramo da metoda multiplikatora nije primjerena za procjenu društva BRIONKA d.d. radi nedostatka financijskih informacija o usporedivim društvima na Zagrebačkoj burzi iz iste djelatnosti.

Metoda vrednovanja koja će u konkretnom slučaju biti korištena mora uvažavati naprijed navedena načela procjene i faktore koji ulaze u procjenu. Temeljem navedenog prilikom odabira metode procjene odlučili smo se za metodu diskontiranja budućih slobodnih novčanih tokova na način kako je to predočeno u Međunarodnim standardima procjene vrijednosti (eng. *International Valuation Standards*). Uz metodu diskontiranih novčanih tokova napravljena je i metoda knjigovodstvene vrijednosti kao potporna metoda. Za potrebe izračuna diskontne stope, odnosno ponderiranog prosječnog troška kapitala osnovni izvor informacija su baze podataka koje kreira Aswath Damodaran (koje su dostupne na internetskoj stranici Damodaran Online; detaljnije u Prilogu 1).

8.1. Model knjigovodstvene vrijednosti

Metoda knjigovodstvene vrijednosti prikladna je za početak vrednovanja poduzeća, odnosno početnu orijentaciju kod postupka vrednovanja ili procjene. Premda je ova metoda podloga za moguće daljnje korekcije vrijednosti imovine i koristan indikator svega što poduzeće posjeduje, ona ne održava samu vrijednost ili cijenu poduzeća. Knjigovodstvene vrijednosti poduzeća računa se kao čista imovina poduzeća, koja se dobiva oduzimanjem

knjigovodstveno procijenjene vrijednosti imovine i knjigovodstveno procijenjenih obveza. Nedostatak knjigovodstvene vrijednosti imovine jest činjenica da se ona temelji na bilanci koja je iskazana na temelju povijesnih vrijednosti, onih koje su se dogodile u prošlosti te koje zapravo mogu odstupati od stvarnih, sadašnjih odnosno tržišnih vrijednosti.

Prilikom procjene knjigovodstvene vrijednosti kompanije pojedine bilančne pozicije trebaju se razmatrati u kontekstu povijesnih troškova umanjениh za ispravke vrijednosti, ali i vrijednosno usklađenja. Knjigovodstvena vrijednost može se raščlaniti na bruto i neto knjigovodstvenu vrijednost. Premisa navedenoga je da se pojedine bilančne pozicije prilagode, odnosno da se oduzmu iz procjene. To se prvenstveno odnosi na dugotrajnu nematerijalnu imovinu te na aktivna vremenska razgraničenja koja predstavljaju unaprijed plaćene troškove i nedospjelu naplatu prihoda.

Prilikom računanja bruto knjigovodstvene vrijednosti, dugotrajna nematerijalna imovina isključuje se iz procjene jer nema realno ostvarivu vrijednost. Također, aktivna vremenska razgraničenja predstavljaju troškove koji su već plaćeni, ali se knjiže na teret budućih rashoda razdoblja na koja se odnose. Stoga, pozicija aktivnih vremenskih razgraničenja u bilanci predstavlja gubitak jer predstavlja postupno terećenje rashoda društva, a u bilanci je to kapitalizirana vrijednost koja je već plaćena. Međutim, kod prilagođavanja bilance trebaju se imati na umu i druge bilančne pozicije čije se primarno oduzimanje iz procjene ne može odmah iščitati npr. iz godišnjih financijskih izvještaja. Pod time se smatra da bi analitičari trebali imati informaciju postoje li u društvu nekurentne zalihe koje bi trebalo vrijednosno uskladiti ili zastarjela potraživanja od kupaca ili zastarjele obveze prema dobavljačima. Metoda bruto knjigovodstvene vrijednosti prikladnija je u situacijama kada se kupuje imovina poduzeća, dok je metoda neto knjigovodstvene vrijednosti prikladnija kada se kupuje dio ili cijela vlasnička glavnica društva.

8.2. Model diskontiranja budućih novčanih tokova (DFC model)

Model diskontiranih novčanih tokova indicira vrijednost dionica ili udjela Društva temeljem sadašnje vrijednosti novčanih tijekova koje Društvo može očekivati da će ostvariti u budućnosti. Takvi novčani tokovi su diskontirani diskontnom stopom (troškom kapitala) koja reflektira vremensku vrijednost novca i rizike povezane sa ostvarenjem novčanih tijekova.

DCF metoda se sastoji od pet ključna koraka:

- Izrada financijskih i poslovnih planova te financijskih izvještaja (bilancu i račun dobiti i gubitka) za projicirani period na kojima će se temeljiti analiza. Iz razvojnoga plana te financijske prognoze izvode se slobodni novčani tokovi. Razvija se jasna prognoza za veći broj godina, a nakon što se pristup pojednostavi, izračunava se rezidualna vrijednost poduzeća. Razdoblje eksplicitne prognoze moralo bi biti dugo minimalno 3-5 godina kako bi se na kraju razdoblja moglo pretpostaviti stabilno poslovanje odnosno kontinuirana stopa rasta. Kod ovog koraka važno je spomenuti i analizu okruženja i poslovanja poduzeća koju je važno pripremiti kod procjene vrijednosti poduzeća i izrade plana budućega poslovanja tog poduzeća.;
- Izračun diskontne stope i budućih slobodnih novčanih tijekova za određeni projicirani period. Izbor diskontne stope je osobito krucijalan ako društvo ima velike troškove kapitala ili velike dugoročne investicije. Damodar (2006.) ističe da diskontna stopa predstavlja trošak kapitala koji investitorima predstavlja povrat na investiciju. Odnosno, diskontna stopa predstavlja rizik ulaganja u tu specifičnu investiciju. Kod rizika ulaganja investitora zanima koji je njegov oportunitetni trošak ulaganja u alternativne prosječno rizične investicije. Diskontna stopa, pored troška kapitala, sadrži i drugu važnu komponentnu, a to je trošak duga. Za razliku od rizičnosti kapitala, trošak duga predstavlja stupanj rizika da društvo neće na vrijeme ispuniti svoje obveze. Za izračun diskontne stope u ovome izvještaju koristit će se matematički model pod nazivom ponderirani prosječni trošak kapitala (eng. weighted average cost of capital, WACC) čiji je izračun prikazan u Prilogu 1.;

-
- Diskontiranje budućih slobodnih novčanih tijekova na sadašnju vrijednost po stopi povrata koja uzima u obzir relativne rizike povezane sa ostvarivanjem novčanih tijekova i vremensku vrijednost novca;
 - Procjena rezidualne vrijednosti novčanih tokova i diskontirati je na sadašnju vrijednost - pri čemu se rezidualna vrijednost može odrediti upotrebom modela konstantnog rasta, kod kojeg se pretpostavlja da će poduzeće rasti unedogled ili upotrebom multiplikatora za koji se vjeruje da će se po njemu trgovati dionicama procjenjivanog poduzeća na kraju prvoga promatranog razdoblja u modelu ;
 - Zbroj diskontiranih budućih novčanih tokova i diskontirane rezidualne vrijednosti da bi se utvrdila operativna vrijednost procjenjivanog poduzeća.

Prilikom iskaza ekonomske vrijednosti budućeg poslovanja subjekta odlučili smo se za koncept slobodnog novčanog toka (eng. free cash flow to firm, FCFF), koji je osobito bitan s aspekta vrednovanja određenog subjekta. Iako je model slobodnog novčanog toka za koji smo se opredijelili drukčije strukturiran (u odnosu na MRS-om 7 propisanu direktnu i indirektnu metodu), budući da počiva na jednakim načelima kao i indirektna metoda, mislimo da se radi samo o modificiranoj primjeni indirektna metode. Slobodni novčani tok poduzeća predstavlja iznos novca koji je preostao nakon kupnje i prodaje proizvoda poduzeća, pružanja usluga, plaćanja operativnih troškova te provođenja kratkoročnih i dugoročnih investicija. Drugim riječima slobodni novčani tok definiran je kao neto dobit iz redovnoga poslovanja koja je uvećana za amortizaciju, a umanjena za vrijednost neto investicija, pri čemu neto investicije predstavljaju promjenu u uloženom kapitalu (dugotrajnoj operativnoj imovini i obrtnim sredstvima). Osim toga, slobodni novčani tokovi ne uključuju novčane tokove povezane s financiranjem poduzeća, kao što su primjerice troškovi kamata ili dividende (već uključeni u trošak kapitala), te je iz računa također potrebno eliminirati izvanredne odnosno neuobičajene stavke izvještaja o dobiti.

Iskaz slobodnog novčanog toka za razdoblje predvidive procjene daje se u nastavku i to kako slijedi:

Tablica 10: Projekcije novčanog tijeka od 2022. do 2026. godine

IZVJEŠTAJ O NOVČANOM TOKU					
HRK	2022	2023	2024	2025	2026
Neto dobit/gubitak	105.853	244.028	951.858	1.157.490	960.767
+ Amortizacija	2.384.849	2.460.714	1.973.680	2.064.077	2.167.441
Novčani tok iz rezultata	2.490.702	2.704.742	2.925.538	3.221.566	3.128.208
(-)Povećanje/(+)Smanjenje vrijednosti zalih	451.836	(103.746)	(83.296)	(54.008)	(41.612)
(-)Povećanje/(+)Smanjenje vrijednosti potraživanja od kupaca	355.748	(152.269)	(13.823)	(143.004)	(89.529)
(-)Povećanje/(+)Smanjenje vrijednosti potraživanja od države	75.040	(13.690)	(8.514)	(6.525)	(73.526)
(-)Povećanje/(+)Smanjenje vrijednosti ostalih potraživanja	173.685	87.170	(127.710)	38.291	(58.548)
(+)Povećanje/(-)Smanjenje vrijednosti obveza prema dobavljačima	(866.648)	1.510.540	(1.334.557)	142.353	93.304
(+)Povećanje/(-)Smanjenje vrijednosti obveza prema zaposlenicima	(114.738)	54.759	34.056	26.098	16.339
(+)Povećanje/(-)Smanjenje vrijednosti obveza prema držav i javnim inst.	50.447	50.196	31.218	23.923	14.977
(+)Povećanje/(-)Smanjenje vrijednosti ostalih kratkoročnih obveza	(98.514)	(80.501)	88.609	19.574	12.254
Promjena operativnog radnog kapitala	26.856	1.352.460	(1.414.018)	46.702	(126.341)
NOVČANI TOK IZ OPERATIVNIH AKTIVNOSTI	2.517.558	4.057.202	1.511.521	3.268.268	3.001.867
(-)Povećanje/(+)Smanjenje vrijednosti nemat. i mat. imovine	842.608	(220.000)	(1.061.669)	(1.606.167)	(1.500.000)
NOVČANI TOK IZ INVESTICIJSKIH AKTIVNOSTI	842.608	(220.000)	(1.061.669)	(1.606.167)	(1.500.000)
(+)Povećanje/(-)Smanjenje vrijednosti kratkoročnih kredita	(1.058.009)	153.699	(592.729)	(582.260)	(45.551)
(+)Povećanje/(-)Smanjenje vrijednosti dugoročnih kredita	(560.091)	(2.324.124)	(628.775)	(1.346.515)	(136.503)
(-)Povećanje/(+)Smanjenje vrijednosti danih dugoročnih kredita	(1.073.015)	(2.083.200)	416.800	416.800	(1.083.200)
(+)Povećanje/(-)Smanjenje vrijednosti kapitala	0	(0)	0	(0)	(0)
NOVČANI TOK IZ FINACIJSKIH AKTIVNOSTI	(2.691.115)	(4.253.625)	(804.704)	(1.511.975)	(1.265.255)
POVEĆANJE/SMANJENJE NOVCA I NOVČANIH EKVIVALENATA	669.051	(416.423)	(354.852)	150.127	236.613
Novac i novčani ekvivalenti na početku godine	544.173	1.213.224	796.801	441.949	592.076
Novac i novčani ekvivalenti na kraju godine	1.213.224	796.801	441.949	592.076	828.689

Tablica 11: Slobodni novčani tijek od 2022. do 2026. godine

DCF metoda							
Kuna	2021	2022	2023	2024	2025	2026	TV
Poslovni prihodi	49.272.168	60.726.453	65.273.916	68.145.338	70.462.214	71.871.458	74.056.350
Rast poslovnih prihoda		23,2%	7,5%	4,4%	3,4%	2,0%	3,0%
EBITDA	3.110.942	2.925.166	2.964.130	3.097.515	3.335.892	3.402.610	3.480.648
EBITDA marža (%)	6,3%	4,8%	4,5%	4,5%	4,7%	4,7%	4,7%
EBIT	630.738	540.317	503.416	1.123.835	1.271.816	1.235.169	1.313.208
EBIT marža (%)	1,3%	0,9%	0,8%	1,6%	1,8%	1,7%	1,8%
NOPLAT	517.205	443.060	412.801	921.545	1.042.889	1.012.839	1.076.830
(+) Amortizacija	2.480.204	2.384.849	2.460.714	1.973.680	2.064.077	2.167.441	2.167.441
(+/-) Promjena u operativnom radnom kapitalu	(2.368.647)	26.856	1.352.460	(1.414.018)	46.702	(126.341)	(90.328)
(-) CAPEX	(2.377.287)	842.608	(220.000)	(1.061.669)	(1.606.167)	(1.500.000)	(2.167.441)
Slobodni novčani tok poduzeću (FCFF)	-1.748.525	3.697.373	4.005.974	419.539	1.547.501	1.553.939	986.502
Stabilna stopa rasta							3,04%
Terminalna vrijednost							10.180.624
Diskontirani slobodni novčani tok poduzeću		3.279.848	3.152.312	292.856	958.237	853.565	5.592.125

Na temelju naprijed navedenih načela procjene i pretpostavki vezanih uz procjenu, te modela slobodnog novčanog toka, daje se sljedeći iskaz modela procjene operativne te implicirane vrijednosti Društva:

Tablica 12: Operativna te implicirana vrijednost vlasničkog kapitala

EV i implicirana vrijednost vl.kapitala	
EUR	
WACC	12,73%
Stabilna stopa rasta	3,04%
Operativna vrijednost (EV)	14.128.942
Neto dug	(10.065.279)
Novac	544.173
Dugoročne fin.obv	(7.183.638)
Kratkoročne fin.obv	(3.425.814)
Implicirana vrijednost vlasničkog kapitala	4.063.663

Tablica 13: Implicirana vrijednost jedne dionice

Broj redovnih dionica	132.410
Implicirana vrijednost vl. Kapitala	4.063.663
Implicirana vrijednost jedne dionice	30,69

* Uz pretpostavku da se na Glavnoj skupštini donese Odluka o povlačenju dionica s uvrštenja na uređenom tržištu s glasovima koji predstavljaju najmanje tri četvrtine temeljnog kapitala i uz pretpostavku da su svi dioničari prisutni u tom trenutku na Glavnoj skupštini, Društvo bi u tom slučaju bilo obvezno preuzeti dionice onih dioničara koji su glasali protiv ove Odluke u iznosu: 29.869 dionice²* pravična naknada 30,69 kn = 916.679,61 kn.

² 32.102 dionica predstavlja ¼ od ukupnih redovnih dionica Društva, odnosno maksimalni iznos dionica koji bi Društvo bilo obvezno preuzeti u situaciji da su svi dioničari prisutni prilikom donošenja Odluke o povlačenju sa Zagrebačke burze

9. Burzovna vrijednost dionice

U razmatranju fer vrijednosti dionice uzeti su u obzir i trgovinski podaci o trgovanju dionicom BRIONKA d.d. na Zagrebačkoj burzi. Period koji je razmatran je razdoblje od 01.01.2020. do 30.06.2022. Trgovanje je prikazano u slijedećoj tablici.

Tablica 14: Trgovanje dionicama Brionke d.d. 01.01.2020. – 30.06.2022.

Symbol	Date	Trading Model	Last Price	Change Prev Close Percentage	Num Trades	Volume	Turnover
BRNK	2021-11-04	CTLL	40,0000	2,5600%	1	72,00	2.880,00
BRNK	2021-11-03	CTLL	39,0000	30,0000%	2	182,00	7.098,00
BRNK	2021-10-28	CTLL	30,0000	0,0000%	1	96,00	2.880,00
BRNK	2021-10-25	CTLL	30,0000	11,1100%	3	50,00	1.364,00
BRNK	2021-08-04	CTLL	27,0000	0,0000%	1	46,00	1.242,00
BRNK	2021-07-13	CTLL	27,0000	0,0000%	2	54,00	1.458,00
BRNK	2021-07-09	CTLL	27,0000	-10,0000%	1	170,00	4.590,00
BRNK	2021-05-27	CTLL	30,0000	0,0000%	1	50,00	1.500,00
BRNK	2021-05-26	CTLL	30,0000	-3,2300%	2	278,00	8.343,00
BRNK	2021-05-25	CTLL	31,0000	-46,5500%	1	100,00	3.100,00

Izvor: ZSE

10. Fer vrijednost Društva

Prema naprijed navedenom izračunu, a uzimajući u obzir i podatke o trgovanju dionicom na Burzi, utvrđujemo očekivanu okvirnu fer vrijednost jedne dionice na dan ovog izvještaja u iznosu od 30,69 kn.

U Rijeci, 30.06.2022. godine.

Tomislav Ugrin, dipl.eoc.
Ovlašteni procjenitelj



Qfact Tax d.o.o.,
Strossmayerova 11, Rijeka



Tomislav Ugrin, dipl. eoc.
Direktor

PRILOG 1. Izračun prosječnog ponderiranog troška kapitala

Tablica 15: Izračun ponderirane prosječne vrijednosti kapitala

WACC	
Nerizična stopa (Rf)	3,04%
Tržišna premija (ERP)	6,71%
Beta industrije bez duga	0,75
Stopa poreza na dobit	0,18
Ciljani D/E omjer	0,25
Beta Društva	0,93
SP premija	6,34%
Trošak obične glavnice (Re)	15,65%
Trošak duga (Rd)	1,13%
Trošak duga (1-t)	0,93%
% Kapital (ciljani)	0,80
% Dug (ciljani)	0,20
WACC	12,73%

Izvor: Bloomberg, službene stranice prof. Aswatha Damodarana, Zagrebačka burza, HNB, Državni zavod za statistiku

WACC se izračunava na sljedeći način:

$$\mathbf{WACC = k_e \times (E / (D + E)) + k_d \times (1 - t) \times (D / (D + E))}$$

- 1) Opće prihvaćen model za procjenu troška vlastitog kapitala (k_e) je model CAPM (Capital Asset Pricing Model): $\mathbf{k_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f)}$
- 2) Nerizična stopa (R_f) predstavlja povrat na ulaganje za koje je investitor da će se ostvariti u tom iznosu. Procjena nerizične stope za Republiku Hrvatsku je izvršena na temelju metode diferencijacije inflacije:

-
- **Risk free rate (Currency) = (1+Risk free rate US\$) x (1+Expected inflation in foreign currency) / (1+Expected inflation US\$) – 1.** Nerizična stopa u SAD-u za koju se pretpostavlja da je pouzdana mjera nerizične stope ulaganja se temelji na prinosu obveznice SAD-a s dospijećem za 30 godina.
 - 3) Beta koeficijent (β) prikazuje koliko je ulaganje u vlasnički kapital poduzeća koje se procjenjuje rizično u odnosu na cijelo dioničko tržište. Beta industrije bez duga je određena kao prosječna beta odabrane industrije te je preuzeta sa stranice prof. Aswatha Damodarana ažuriranih u siječnju 2021. godine.
 - 4) Ciljani D/E omjer duga i kapitala određen je kao prosječna vrijednost duga i kapitala u odabranoj industriji te je preuzet sa stranice prof. Aswatha Damodarana ažuriranih u siječnju 2021. godine.
 - 5) Beta industrije bez duga Društva je prilagođena za odnos duga i kapitala korištenjem Hamada formule: Prilagođena beta = Beta bez duga * (1+(1-T)*(D/E)), gdje je T zakonska stopa poreza na dobit, a koja je korigirana na temelju formule Marshalla E. Blumea prema kojoj bete dugoročno konvergiraju prema 1. Korigirana Beta Društva je izračunata kako slijedi: **Prilagođena beta = (2/3 x Beta Društva) + (1/3 x 1).**
 - 6) Tržišna premija ($R_m - R_f$) predstavlja dodatni povrat (premija) iznad nerizičnog povrata zbog rizičnosti dioničkog tržišta, odnosno zato što investitor ulaže u vlasnički kapital, a ne u nerizično ulaganje. Tržišna premija za Hrvatsku je preuzeta sa stranice prof. Aswatha Damodarana ažuriranih u srpnju 2021. godine.
 - 7) Trošak duga (kd) treba odražavati situaciju u kojoj poduzeće u sadašnjosti traži kredit (marginalna stopa zaduživanja). Trošak duga se temelji na vaganoj prosječnoj kamatnoj stopi na novo odobrene dugoročne kredite bez valutne klauzule nefinancijskim društvima za rujan 2021. godine. Trošak duga se gleda nakon poreza obzirom da se trošak vlastitog kapitala gleda nakon poreza i obzirom da je trošak kamate porezni zaklon.
 - 8) Porezna stopa od 18% odgovara porezu na dobit u Republici Hrvatskoj.
 - 9) Ponderi kapitala i duga uzeti su kao ciljani ponderi – prema ciljanom D/E omjeru.

PRILOG 2: Zakon o tržištu kapitala – Povlačenje dionica sa uređenog tržišta

Odluka o povlačenju vrijednosnih papira s uvrštenja na uređenom tržištu

Članak 341.

- (1) Glavna skupština društva sa sjedištem u Republici Hrvatskoj, čiji su vrijednosni papiri uvršteni na uređeno tržište u Republici Hrvatskoj ili drugoj državi članici, može donijeti odluku o povlačenju dionica ili drugih vlasničkih vrijednosnih papira s uvrštenja na uređeno tržište.
- (2) Odluka iz stavka 1. ovoga članka donosi se glasovima koji predstavljaju najmanje tri četvrtine temeljnog kapitala, zastupljenog na glavnoj skupštini pri donošenju odluke. Statutom se može odrediti i veća većina za donošenje ovakve odluke.
- (3) Objava prijedloga odluke o povlačenju s uvrštenja na uređenom tržištu, kao predmeta dnevnog reda glavne skupštine, valjana je samo kada uključuje i neopozivu izjavu društva kojom se društvo obvezuje od svih dioničara koji glasuju protiv takve odluke, otkupiti njihove dionice uz pravičnu naknadu, najkasnije u roku od tri mjeseca od dana upisa odluke u sudski registar.
- (4) Odluka o povlačenju s uvrštenja na uređenom tržištu sadrži podatke o tvrtki, sjedištu, vrijednosnom papiru te druge podatke nužne za provedbu te odluke.
- (5) Svaki dioničar društva koji je glasovao protiv odluke o povlačenju s uvrštenja na uređenom tržištu, može zahtijevati od društva da društvo preuzme njegove dionice, uz pravičnu naknadu. Ovo pravo ima i dioničar koji nije sudjelovao u radu odnosne glavne skupštine zbog toga što je glavna skupština sazvana nepravilno ili nepravodobno.
- (6) Odluku o povlačenju vrijednosnih papira s uvrštenja na uređenom tržištu nije moguće pobijati zbog toga što novčana naknada za dionice nije pravična. Zahtjev dioničara zastarijeva u roku od dva mjeseca od dana upisa odluke o povlačenju s uvrštenja na uređenom tržištu u sudski registar.
- (7) Odluka o povlačenju s uvrštenja na uređenom tržištu upisuje se u sudski registar i stupa na snagu:
 1. ako je odluka donesena većinom većom od devet desetina danih glasova, danom upisa odluke u sudski registar, osim ako je odlukom određeno da počinje djelovati tek istekom određenog roka od upisa odluke u sudski registar

2. u svim ostalim slučajevima, istekom šest mjeseci od dana upisa odluke u sudski registar.

(8) Društvo mora, po upisu odluke o povlačenju s uvrštenja na uređenom tržištu u sudski registar, bez odgode izvijestiti tržišnog operatera uređenog tržišta dostavljanjem odluke o povlačenju s uvrštenja. Tržišni operater dužan je donijeti odluku o povlačenju vrijednosnih papira s uvrštenja na uređenom tržištu sljedeći radni dan nakon što zaprimi odluku o povlačenju s uvrštenja na uređenom tržištu.

(9) Pravičnom naknadom iz stavka 5. ovoga članka, smatra se prosječna cijena dionica ostvarena na uređenom tržištu, izračunana kao ponderirani prosjek svih cijena ostvarenih na uređenom tržištu u zadnja tri mjeseca prije dana objave poziva na glavnu skupštinu u glasilu društva. Ako se dionicama trgovalo u manje od 1/3 trgovinskih dana unutar zadnja tri mjeseca prije dana objave poziva na glavnu skupštinu u glasilu društva, pravična naknada iz stavka 5. ovoga članka utvrđuje se elaboratom o procjeni fer vrijednosti dionice, revidiranim od strane neovisnog ovlaštenog revizora.

(10) U elaboratu o procjeni fer vrijednosti dionice iz stavka 9. ovoga članka potrebno je navesti:

1. primjenom kojih metoda je određena fer vrijednost dionice, pri čemu primijenjene metode moraju biti temeljene na međunarodno priznatim standardima za procjenu vrijednosti i uobičajeno se koristiti između sudionika tržišta u određivanju vrijednosti dionica
2. detaljno obrazloženje usvojenih metoda procjene i svih važnih pretpostavki koje su korištene u primjeni istih
3. iz kojih je razloga primjena tih metoda primjerena
4. ako je primijenjeno više metoda, do koje bi se fer vrijednosti dionice došlo primjenom pojedine metode, te koji je značaj dan pojedinim metodama za utvrđivanje predložene fer vrijednosti dionice
5. posebne teškoće koje su se javile pri procjeni fer vrijednosti dionice.

(11) Fer vrijednost dionice procjenjuje se na dan objave poziva na glavnu skupštinu u glasilu društva.

PRILOG 3: Financijski plan Uprave



BRIONKA d.d. Trščanska 35, 52 100 Pula
Tel: 052/350-900 Fax: 052/541-684
OIB: 45422293596 MBS: 03244024
Info@brionka.hr, www.brionka.hr

Financijski plan Brionka d.d.
za period 2022-2026

Pula, lipanj 2022.



Brionka^{1942.}

BRIONKA d.d. Tršćanska 35, 52 100 Pula
Tel: 052/350-900 Fax: 052/541-684
OIB: 45422293596 MBS: 03244024
info@brionka.hr, www.brionka.hr

Pregled projicirane bruto bilance

Neto imovina					
HRK	31.12.2022	31.12.2023	30.12.2024	30.12.2025	30.12.2026
Nematerijalna imovina	2.013.855	1.819.066	1.624.277	1.429.488	1.281.335
Materijalna imovina	33.715.712	31.669.787	30.952.565	30.689.444	30.170.157
Operativna dugotrajna imovina	35.729.567	33.488.853	32.576.841	32.118.932	31.451.491
Neoperativna imovina	-	-	-	-	-
Zalihe	1.839.569	1.943.315	2.026.611	2.080.619	2.122.232
Potraživanja od kupaca	4.167.360	4.319.629	4.333.452	4.476.456	4.565.985
Obveze prema dobavljačima	(4.346.877)	(5.857.417)	(4.522.860)	(4.665.213)	(4.758.517)
Neto obrtni kapital	1.660.052	405.527	1.837.203	1.891.862	1.929.699
Ostala operativna potraživanja	3.100.676	3.027.196	3.163.420	3.131.654	3.263.728
Ostale operativne obveze	(1.930.610)	(1.955.064)	(2.108.947)	(2.178.542)	(2.222.113)
Operativni radni kapital	2.830.118	1.477.659	2.891.676	2.844.974	2.971.315
Novac	1.213.224	796.801	441.949	592.076	828.689
Dugotrajna fin.imovina	17.794.200	19.877.400	19.460.600	19.043.800	20.127.000
Dugoročne fin.obveze	(6.623.547)	(4.299.424)	(3.670.649)	(2.324.134)	(2.187.631)
Kratkoročne fin.obveze	(2.367.805)	(2.521.504)	(1.928.775)	(1.346.515)	(1.300.963)
Neto dug	10.016.072	13.853.274	14.303.128	15.965.227	17.467.095
Neto imovina	48.575.757	48.819.785	49.771.644	50.929.133	51.889.901
Temeljni kapital	50.315.800	50.315.800	50.315.800	50.315.800	50.315.800
Rezerve iz dobiti	149.602	149.602	149.602	149.602	149.602
Preneseni gubitak	(1.995.498)	(1.889.645)	(1.645.617)	(693.758)	463.731
Dobit tekuće godine	105.853	244.028	951.858	1.157.490	960.767
Vlasnički kapital	48.575.757	48.819.785	49.771.644	50.929.133	51.889.901

Pregled projiciranog RDG-a

RDG					
HRK	2022	2023	2024	2025	2026
Prodaja	58.503.326	63.066.586	65.904.582	68.079.433	69.441.022
Prihodi od prodaje	58.503.326	63.066.586	65.904.582	68.079.433	69.441.022
COGS	(29.193.160)	(30.839.560)	(32.161.436)	(33.018.525)	(33.678.896)
Bruto marža	29.310.167	32.227.025	33.743.146	35.060.908	35.762.126
Trošak zaposlenika	(18.136.031)	(19.550.642)	(20.430.420)	(21.104.624)	(21.526.717)
Trošak sirovina i materijala	-	-	-	-	-
Troškovi najma	-	-	-	-	-
Ostali troškovi	(10.472.095)	(11.919.585)	(12.455.966)	(13.003.172)	(13.263.235)
Ostali poslovni prihodi	2.223.126	2.207.331	2.240.756	2.382.780	2.430.436
EBITDA	2.925.166	2.964.130	3.097.515	3.335.892	3.402.610
Amortizacija	(2.384.849)	(2.460.714)	(1.973.680)	(2.064.077)	(2.167.441)
EBIT	540.317	503.416	1.123.835	1.271.816	1.235.169
Financijski rezultat	(434.464)	(259.387)	(171.977)	(114.326)	(63.502)
Izvanredni rezultat	-	-	-	-	-
Porez na dobit	-	-	-	-	(210.900)
Neto dobit	105.853	244.028	951.858	1.157.490	960.767
KPI's					
Kretanje prodaje	20,0%	7,8%	4,5%	3,3%	2,0%



Brionka

1942.

BRIONKA d.d. Tršćanska 35, 52 100 Pula

Tel: 052/350-900 Fax: 052/541-684

OIB: 45422293596 MBS: 03244024

info@brionka.hr, www.brionka.hr

Kretanje prodaje prema povezanim društvima	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bruto marža (%)*	50,1%	51,1%	51,2%	51,5%	51,5%
EBITDA marža (%)**	4,8%	4,5%	4,5%	4,7%	4,7%
EBIT marža (%)**	0,9%	0,8%	1,6%	1,8%	1,7%
Neto profitna marža (%)**	0,2%	0,4%	1,4%	1,6%	1,3%

* marža izračunate na prihode od prodaje

** marža izračunate na poslovne prihode (prodaja + ostali poslovni prihodi)

Prodaja	2022	2023	2024	2025	2026
KN					
Prodaja	58.503.326	63.066.586	65.904.582	68.079.433	69.441.022
Prihod od prodaje	58.503.326	63.066.586	65.904.582	68.079.433	69.441.022
Kretanje prodaje	20,0%	7,8%	4,5%	3,3%	2,0%
Kretanje prodaje prema povezanim društvima	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Bruto marža i EBITDA	2022	2023	2024	2025	2026
HRK					
Bruto marža	29.310.167	32.227.025	33.743.146	35.060.908	35.762.126
Trošak zaposlenika	(18.136.031)	(19.550.642)	(20.430.420)	(21.104.624)	(21.526.717)
Trošak sirovina i materijala	-	-	-	-	-
Troškovi najma	-	-	-	-	-
Ostali troškovi	(10.472.095)	(11.919.585)	(12.455.966)	(13.003.172)	(13.263.235)
Ostali poslovni prihodi	2.223.126	2.207.331	2.240.756	2.382.780	2.430.436
EBITDA	2.925.166	2.964.130	3.097.515	3.335.892	3.402.610
Bruto marža (%)	50,1%	51,1%	51,2%	51,5%	51,5%
EBITDA marža (%)	4,8%	4,5%	4,5%	4,7%	4,7%

Izradio:

Uprava Brionka d.d.

