

ZAGREBAČKE PEKARNE KLARA d.d.

**Izvješće neovisnog revizora o Elaboratu o procjeni fer
vrijednosti jedne dionice društva ZAGREBAČKE
PEKARNE KLARA d.d.**

S A D R Ž A J

Stranica

Izvješće neovisnog revizora o Elaboratu o procjeni fer vrijednosti dionica društva Zagrebačke pekarne Klara d.d.	2 - 18
Prilog - Elaborat o procjeni fer vrijednosti dionice društva Zagrebačke pekarne Klara d.d izdan od strane PwC Savjetovanje d.o.o.	

Izvešće neovisnog revizora s izražavanjem razumnog uvjerenja Upravi društva Zagrebačke pekarnice Klara d.d.

Angažirani smo od strane Uprave društva Zagrebačke pekarnice Klara d.d. („Društvo“), kako bismo na temelju odredbi članka 341, stavka 10. Zakona o tržištu kapitala obavili angažman s izražavanjem razumnog uvjerenja o tome da li je Elaborat o procjeni fer vrijednosti dionice društva ZAGREBAČKE PEKARNE KLARA d.d. u skladu s Međunarodnim standardima procjene vrijednosti te u skladu sa Zakonom o tržištu kapitala, članak 341., stavak 10.

Naš je zadatak, na osnovi provedenih procedura i prikupljenih dokaza, izraziti zaključak u obliku neovisnog izvješća o izražavanju razumnog uvjerenja o ispitivanju Elaborata o procjeni fer vrijednosti.

Predmet ispitivanja i primjenjivi kriteriji

Angažman s izražavanjem razumnog uvjerenja se odnosi na sljedeći predmet ispitivanja na koje se primjenjuje sljedeći primjenjivi kriteriji:

- Elaborat o procjeni fer vrijednosti dionice koji je pripremljen od strane neovisnog procjenitelja u skladu s Međunarodnim standardima procjene vrijednosti te u skladu sa Zakonom o tržištu kapitala, članak 341., stavak 10.

Primjenjivi kriteriji izvještavanja su navedeni u Zakonu o tržištu kapitala, članka 341., stavak 10 i oni su navedeni u nastavku:

- Primjenom kojih metoda je određena fer vrijednost dionice ciljnog društva, pri čemu primijenjene metode moraju biti temeljene na međunarodno priznatim standardima za procjenu vrijednosti i uobičajeno se koriste između sudionika tržišta u određivanju vrijednosti dionica;
- Detaljno obrazloženje usvojenih metoda procjene i svih važnih pretpostavki koje su korištene u primjeni istih;
- Iz kojih je razloga primjena tih metoda primjerena;
- Ako je primijenjeno više metoda, do koje bi se fer vrijednosti dionice ciljnog društva došlo primjenom pojedine metode te koji je značaj dan pojedinim metodama za utvrđivanje predložene fer vrijednosti dionice ciljnog društva;
- Posebne teškoće koje su se javile pri procjeni fer vrijednosti dionice ciljnog društva, ako ih utvrdimo

Odgovornost Uprave Društva

Uprava Društva ZAGREBAČKE PEKARNE KLARA d.d. je odgovorna za Elaborata o procjeni fer vrijednosti dionice te za pretpostavke na kojima se taj dokument temelji, koji je za njih sastavilo Društvo PwC Savjetovanje d.o.o.

Uprava Društva ZAGREBAČKE PEKARNE KLARA d.d je odgovorna za

- Izbor i angažiranje neovisnog procjenitelja u svrhu provođenja neovisne procjene dionica Društva;
- Izbor i primjenu odgovarajućih metoda procjene kao i za donošenje razumnih procjena i prosudbi;

Odgovornost uprave Društva (nastavak)

- Davanje sve potrebne dokumentacije i objašnjenja neovisnom procjenitelju kako bi bio u mogućnosti napraviti adekvatnu procjenu vrijednosti dionica;
- Za točnost i potpunost informacija i podataka te za
- Održavanje internog sustava kontrola koji osigurava da su informacije navedene u Elaboratu izuzete od značajnih pogrešnih prikaza bilo radi prijevare ili pogreške.

Naša odgovornost

Proveli smo angažman s izražavanjem uvjerenja prema članku 341 stavku 10. Zakona o tržištu kapitala i u skladu s Međunarodnim standardom za angažmane s izražavanjem uvjerenja (MSIU) 3000 (izmijenjen) – *Angažmani s izražavanjem uvjerenja različiti od revizija ili uvida u povijesne financijske informacije*. Ova regulativa zahtijeva da zadovoljavamo etičke standarde te planiramo i izvršimo angažman kako bismo na osnovi prikupljenih dokaza formirali zaključak o tome sadrži li izvješće informacije zahtijevane sukladno relevantnim zakonskim zahtjevima.

Primjenjujemo Međunarodni standard upravljanja kvalitetom 1 (MSUK 1) Upravljanje kvalitetom za društva koje provode revizije ili preglede financijskih izvještaja ili druge angažmane za pružanje uvjerenja ili povezane usluge i, u skladu s time, osiguravamo oblikovanje, implementiranje i funkcioniranje sustava upravljanja kvalitetom, uključujući politike i postupke koji se odnose na usklađenost s etičkim zahtjevima i profesionalnim standardima te s primjenjivim zakonskim i regulativnim zahtjevima.

Usklađeni smo sa zahtjevima o neovisnosti i ostalim etičkim zahtjevima utvrđenim Kodeksom etike za profesionalne računovođe, koji postavlja temeljna načela integriteta, objektivnosti, stručnosti i dužne brige, povjerljivosti te profesionalnog ponašanja.

Priroda i opseg naših postupaka određeni su u smislu procjene rizika i naše stručne prosudbe kako bismo stekli razumno uvjerenje.

U vezi predmeta ispitivanja proveli smo sljedeće postupke:

- Stjecanje razumijevanja procesa procjene vrijednosti, razloga i ciljeva koji se žele postići ovom procjenom;
- Razgovore s osobljem procjenitelja, zaduženim za sastavljanje i pripremu procjene vrijednosti Društva;
- Stjecanje razumijevanja o primijenjenim metodama procjene prilikom utvrđivanja fer vrijednosti dionica, kao što je iskazano u Elaboratu;
- Stjecanje razumijevanja izračuna i provjera matematičke točnosti izračuna fer vrijednosti dionica primjenom navedenih metoda procjene;
- Analizu metoda procjene koje se mogu koristiti u procjeni, te razloge za primjerenost pojedinih metoda;
- Sukladno stavku 9., čl.341 Zakona o tržištu kapitala 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

Mi nismo odgovorni za istinitost i vjerodostojnost dokumentacije temeljem koje je napravljen elaborat o procjeni vrijednosti, koji je predmet našeg ispitivanja te točnost ostalih informacija temeljem kojih je napravljena procjena. Vjerujemo da su dokazi koje smo dobili dostatni i primjereni te da čine odgovarajuću osnovu za naš zaključak o razumnom uvjerenju.

Zaključak s izražavanjem razumnog uvjerenja

Na temelju našeg obavljenog posla i pribavljenih dokaza, ništa nam nije skrenulo pozornost što bi uzrokovalo da povjerujemo kako Elaborat o procjeni vrijednosti dionica nije u skladu sa zahtjevima navedenima u članku 341, stavak 10 Zakona o tržištu kapitala, osim matematičkih razlika utvrđenih kod izračuna fer vrijednosti 11,51% dionica Trgovine Krk d.d., kako je navedeno u bilješci g) *Korekcija operativne vrijednosti društva za stavke neto novca/duga, neoperativne imovine čime se dolazi do procijenjene vrijednosti vlasničkog kapitala.*

Ograničenje upotrebe našeg Izvješća

Svrha Elaborata i ovog Izvješća je da čini dio dokumentacije uz neopozivu izjavu Društva kojom se društvo obvezuje od svih dioničara koji glasuju protiv odluke o povlačenju dionica s uređenog tržišta otkupiti njihove dionice uz pravičnu naknadu, stoga se upozoravaju čitatelji da se Izvješće ne smije distribuirati niti je prikladno njegovo korištenje u druge svrhe osim prethodno navedene.

U slučaju dodatnih informacija ili podataka koji su nam dostavljeni, ili u slučaju obmanjujućih usmenih ili pisanih izjava ili objašnjenja, naši nalazi, tumačenja ili zaključci u našem neovisnom izvješću s izražavanjem ograničenog uvjerenja mogu biti nepotpuni ili mogu rezultirati potrebom za dodatnim postupcima koji nisu uključeni u opseg ovog angažmana.

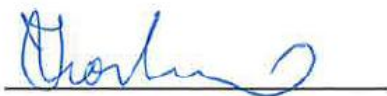
U najvećoj mjeri u kojoj je to dopušteno zakonima, ne prihvaćamo nikakvu odgovornost i ne pristajemo ni na kakve obveze prema bilo kojoj drugoj strani, osim prema Upravi i Glavnoj skupštini Društva, vezano uz naš rad ili ovo neovisno izvješće s izražavanjem razumnog uvjerenja ili zaključke do kojih smo došli.

Zagreb, 23. lipnja 2026.

RSM Croatia d.o.o.

Ulica Josipa Vargovića 2
Koprivnica

Ivan Marković
Direktor




RSM
RSM Croatia d.o.o.
revizorska tvrtka
48000 Koprivnica, Josipa Vargovića 2

Jakša Obradović
Ovlašteni revizor



OBRAZLOŽENJE MIŠLJENJA NEOVISNOG REVIZORA

Predmet: Obrazloženje mišljenja neovisnog revizora o elaboratu o procjeni fer vrijednosti dionice ciljnog društva – ZAGREBAČKE PEKARNE KLARA d.d.

U skladu s gore navedenim mišljenjem te člankom 341. Zakona o tržištu kapitala, u nastavku donosimo obrazloženje mišljenja revizora o elaboratu o procjeni fer vrijednosti dionice ciljnog društva - ZAGREBAČKE PEKARNE KLARA d.d. („Obrazloženje“)

Naše Obrazloženje podijeljeno je u nekoliko poglavlja, kako slijedi:

- 1) Kratki pregled zakonskog okvira i činjeničnog stanja
- 2) Analiza metodologije procjene fer vrijednosti dionica društva ZAGREBAČKE PEKARNE KLARA d.d.
- 3) Obrazloženje primijenjenih metoda i ključnih pretpostavki procjene fer vrijednosti dionica
- 4) Sažetak procjene vrijednosti
- 5) Posebne napomene u kontekstu procjene vrijednosti
- 6) Mišljenje o elaboratu o procjeni fer vrijednosti.

Kratki pregled zakonskog okvira i činjeničnog stanja

Povlačenje vrijednosnih papira s uređenoga tržišta u hrvatskom pravu regulirano je odredbama Zakona o trgovačkim društvima (nadalje „ZTD“), kao i odredbama Zakona o tržištu kapitala (nadalje „ZTK“).

U skladu s člankom 341. ZTK-a, angažirani smo od Vaše strane da provedemo reviziju elaborata o procjeni fer vrijednosti dionice društva ZAGREBAČKE PEKARNE KLARA d.d. (nadalje „Društvo“) za potrebe povlačenja dionica Društva s uređenog tržišta.

U nastavku iznosimo pregled ključnih zakonskih odredbi vezanih za predmet našeg rada:

- Sukladno čl. 275. st. 1. t. 9. ZTD-a, te čl. 341. st.1 ZTK-a glavna skupština društva odlučuje o povlačenju dionica društva s uređenog tržišta.
- Sukladno čl. 341. st. 2. ZTK-a odluka o povlačenju dionica s uređenog tržišta donosi se glasovima koji predstavljaju najmanje tri četvrtine temeljnog kapitala društva zastupljenog na glavnoj skupštini pri donošenju odluke.
- Sukladno čl. 341. st. 3. ZTK-a 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.

- Sukladno čl. 341. st. 5. ZTK-a 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.

- Sukladno čl. 341. st. 9. ZTK-a pravičnom naknadom iz st. 5. ovog članka smatra se prosječna cijena dionica ostvarena na uređenom tržištu, izračunata 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.

Predmet našeg rada je revizija finalnog Izvještaja o fer vrijednosti 100% udjela Društva na dan 31. prosinca 2025. godine (nadalje „Elaborat“), a koji je dana 17. travnja 2026. izradilo društvo PwC Savjetovanje d.o.o. (nadalje „PwC Savjetovanje“).

Do potrebe za izradom Elaborata radi utvrđivanja pravične naknade iz čl. 341. st. 5. ZTK-a došlo je uslijed činjenice da se dionicama Društva, sukladno javno objavljenim podacima na internetskoj stranici Zagrebačke burze, na kojoj su dionice Društva izlistane, u tromjesečnom periodu prije dana objave poziva na glavnu skupštinu nije trgovalo.

Elaborat je pripremljen u skladu s čl. 341. st. 10. ZTK-a, te posebno sadrži i sljedeća očitovanja:

- Analizu metodologije kojom je određena fer vrijednost dionice ciljnog društva
- Obrazloženje primijenjenih metoda i ključnih pretpostavki, kao i očitovanje zašto su navedene metode primjerene
- Vrijednost Društva primjenom više različitih metoda
- Napomenu o posebnim okolnostima / ograničenjima i njihovom utjecaju na vrijednost, ako ih ima.

Analiza metodologije procjene fer vrijednosti dionica Društva

Za potrebe procjene implicirane operativne vrijednosti Društva, korišten je dohodovni pristup, odnosno metoda diskontiranih novčanih tokova („DCF metoda“), te tržišni pristup, odnosno metoda usporedivih transakcija i metoda usporedivih društava („Metoda multiplikatora“).

Implicirana operativna vrijednost Društva procijenjena korištenjem DCF metode i Metode multiplikatora umanjena je za neto dug, odnosno za razliku financijske imovine i financijskih obveza Društva i za neoperativnu imovinu, čime se došlo do procijenjene fer vrijednosti dionica Društva.

(i) Općenito o DCF metodi

DCF metoda predstavlja dinamičku metodu procjene vrijednosti poduzeća (nadoknadive vrijednosti sredstva ili jedinice koja stvara novac), 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“).

Slobodni novčani tok poduzeću (u nastavku „FCFF“) se računa na način kako slijedi:

$$FCFF = EBIT (1-t) + Amortizacija - CAPEX +/- Promjene u radnom kapitalu$$

Kao što je napomenuto, novčane tokove svodimo na sadašnju vrijednost primjenom riziku prilagođene diskontne stope koja predstavlja WACC poduzeća, odnosno oportunitetni trošak poduzeća. Na taj način, trošak kapitala uvažava i vremensku preferenciju novca i preuzete rizike svih dobavljača kapitala poduzeća (vlasnici i kreditori).

WACC se izračunava na sljedeći način:

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

k_e = trošak obične glavnice

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:

$$k_e = R_f + \beta (R_m - R_f) + RP$$

R_f = nerizična stopa ulaganja

β = rizičnost pojedinog poduzeća u odnosu na rizik tržišta

ERP ($R_m - R_f$) = premija tržišnog rizika ulaganja u vlasnički kapital

RP (risk premium) = dodatne premije rizika; kao što je dodatni zahtijevani prinos koji ovisi o veličini društva te eventualne druge specifične premije rizike povezane uz društvo koje se procjenjuje

Trošak duga

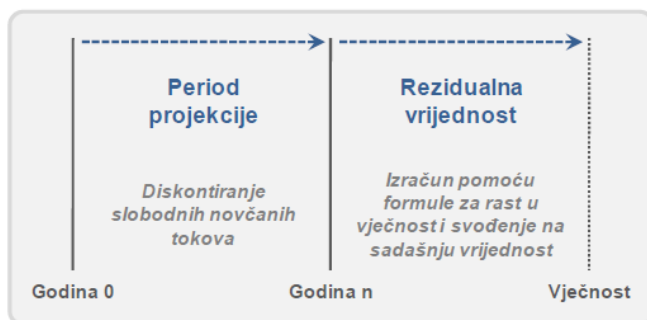
Trošak duga uobičajeno predstavlja kamatnu stopu po kojoj se poduzeće može zadužiti.

S obzirom da novčane tokove planiramo do određene vremenske točke u budućnosti (najčešće planiramo novčane tokove za 5 godina), potrebno je nakon 5 godine utvrditi terminalnu (rezidualnu) vrijednost koju računamo na temelju Gordonove formule konstantnog rasta, a istu navodimo u nastavku:

$$Terminalna\ vrijednost = Slobodni\ novčani\ tok\ u\ TV\ razdoblju / (WACC - g)$$

Iz prikazanog je vidljivo da je potrebno utvrditi stopu stabilnog rasta („g“), odnosno dugoročnu stopu rasta poduzeća izvan projiciranog razdoblja (npr. nerizična kamatna stopa, 10 godišnja stopa rasta BDP-a, industrijska stopa rasta i sl.).

Naprijed navedena vremenska razdoblja koja je potrebno obuhvatiti u okviru DCF metode mogu se prikazati na slici u nastavku.



Zbrojem slobodnih novčanih tokova poduzeću (FCFF) dolazimo do **operativne vrijednosti poduzeća**, pri čemu operativna vrijednost poduzeća **predstavlja vrijednost njegove operativne imovine, odnosno vrijednost biznisa**.

Ključni nedostatak ove metode je neizvjesnost koju donosi budućnost, odnosno neizvjesnost budućih novčanih tokova te osjetljivost istih na visinu diskontne stope – WACC-a.

(ii) Općenito o metodi 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 kupoprodaja 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.

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.

Multiplikatori 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 ili tržišni multiplikatori 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”).

Obrazloženje primijenjenih metoda i ključnih pretpostavki procjene fer vrijednosti dionica

(i) Obrazloženje korištenih metoda

Prihvaćene metode

DCF metoda

Kako je ranije napomenuto, navedena metoda se temelji na going-concern konceptu vrijednosti, odnosno konceptu vrednovanja poduzeća s pretpostavkom vremenski neograničenog poslovanja. S obzirom da Društvo ima pozitivno operativno poslovanje (EBITDA maržu) kroz sve povijesne periode razumljivo je za zaključiti da će DCF metoda dati optimalne rezultate operativne vrijednosti Društva. Uz to, primjenom DCF-a, moguće je u kalkulaciju vrijednosti uzeti i buduće promjene parametara rasta, profitabilnosti, stabilnosti rezultata itd., što je u kontekstu izvještaja o procjeni fer vrijednosti dionica i napravljeno.

Metoda multiplikatora

U kontekstu metode multiplikatora, PwC Savjetovanje je procjenu temeljio na dvije metodologije:
Metoda usporedivih kompanija – temelji se na vrijednosti koju tržište kapitala generira za slična društva

Metoda usporedivih transakcija – temelji se na cijenama koje su isplaćene prilikom nedavnih usporedivih transakcija koje su se dogodile u industriji.

Navedena metoda daje prikaz koliko tržište (bilo u vidu burze, bilo u vidu povijesnih transakcija) vrednuje određenu imovinu, što upućuje na relevantnu osnovu za izračun fer vrijednosti dionica u Društvu.

Ostale međunarodno prihvaćene metode koje nisu korištene

Uz DCF i tržišnu metodu, u nastavku navodimo ostale međunarodno prihvaćene metode i naše stajalište zašto iste nisu primjenjive:

- Revalorizirana neto imovina – najprimjenjivija za holding društva i investicijske fondove za nekretnine, a koja nemaju operativnu aktivnost. Ista nije primjenjiva za operativno aktivna društva kao što je društvo ZAGREBAČKE PEKARNE KLARA d.d.

- DDM (dividend discount method) – metoda zahtjeva stabilnu politiku isplata dividendi što s društvo ZAGREBAČKE PEKARNE KLARA d.d. nije slučaj.

- Cijena procijenjena od strane neovisnih brokera – ne postoje javni podaci / procjene brokera za ZAGREBAČKE PEKARNE KLARA d.d.

- Nedavne transakcije dionica ZAGREBAČKE PEKARNE KLARA d.d. – kako je napomenuto u ranijim dijelovima našeg mišljenja, dionica Društva je nelikvidna pa samim time ova metoda nije primjenjiva.

U kontekstu odabira metode procjene, mišljenja smo da je izbor metode napravljen u skladu s općeprihvaćenom praksom procjenjivanja.

Pregled ključnih pretpostavki procjene

DCF metoda

Kada je riječ o pristupu procjene DCF metodom, isti se sastoji od nekoliko koraka, koji su kratko navedeni u nastavku:

- a) Projekcija / utvrđivanje operativnih zarada nakon amortizacije (EBIT)
- b) Izračun NOPLAT-a (EBIT umanjen za porez na dobit)
- c) Korekcija NOPLAT-a za (i) + troškove amortizacije (ii) – CAPEX, (iii) +/- promjene u radnom kapitalu, čime se dolazi do slobodnih novčanih tokova poduzeću (FCFF)
- d) Diskontiranje FCFF-a primjenom odgovarajućeg WACC-a i diskontnih faktora
- e) Izračun terminalne vrijednosti (TV) i diskontiranje iste
- f) Zbrajanje sadašnjih vrijednosti sa ciljem dobivanja operativne vrijednosti društva (EV)
- g) Korekcija operativne vrijednosti društva za stavke neto duga i neoperativne imovine, čime se dolazi do procijenjene vrijednosti vlasničkog kapitala

a) Projekcija / utvrđivanje operativnih zarada nakon amortizacije (EBIT)

Sukladno zaprimljenom Elaboratu, projekcije operativnih zarada nakon amortizacije planirane su za razdoblje 2026.g. – 2030.g., a sve kako slijedi:

- **Prihodi od prodaje** - prema navodima menadžmenta, poslovni plan Zagrebačkih pekarni Klara temelji se na nastavku rasta redovnog poslovanja, uz puni doprinos pekarskih pogona NewMiP-a i ČKML-a pripojenih tijekom listopada 2025. godine. Rast prihoda uz složenu prosječnu godišnju stopu rasta od 3,5% u projekcijskom razdoblju proizlazi prvenstveno iz povećanih proizvodnih kapaciteta, snažnijeg fokusa na prodaju vlastitih proizvoda te optimizacije asortimana.

- **Troškovi prodane robe** - kretanje troška prodane robe u projekcijskom razdoblju odražava strukturne promjene u poslovnom modelu Društva nakon pripajanja pekarskih pogona NewMiP-a i Čakovečkih mlinova tijekom 2025. godine. S obzirom na to da se dio proizvoda koji se ranije nabavljao od vanjskih dobavljača sada proizvodi unutar vlastitih pogona, očekuje se povoljniji proizvodni miks te veći udio vlastite proizvodnje u ukupnoj prodaji.

Troškovi sirovina i materijala - u projiciranom razdoblju, Menadžment očekuje da će se udio troška sirovina i materijala u prihodima od prodaje zadržati na relativno stabilnoj razini od ~29%, uz kretanje troška koje je primarno uvjetovano povećanim obujmom proizvodnje nakon preuzimanja novih pogona te rastom redovnog poslovanja, pri čemu je rast troška usporediv s projiciranim rastom prihoda u razdoblju od 2026F do 2030F.

Troškovi zaposlenih - u projekcijskom razdoblju, rast troškova zaposlenih prvenstveno je posljedica preuzimanja značajnog broja zaposlenika zajedno s novim proizvodnim pogonima tijekom 2025. godine, kao i povećanja minimalne plaće u Republici Hrvatskoj. Menadžment očekuje da će se u kasnijim godinama projekcijskog razdoblja udio troška zaposlenih kretati na stabilnoj razini od 33% prihoda od prodaje, kao rezultat nepovoljnih trendova na tržištu rada i posljedičnog daljnjeg pritiska na rast plaća koji će ublažiti efekt planiranih ulaganja u automatizaciju proizvodnih linija i potencijalnog smanjivanja broja zaposlenih.

Ostali vanjski troškovi - ostali vanjski troškovi u projekcijskom razdoblju povezani su s povećanim obujmom poslovanja nakon pripajanja novih pogona te uključuju troškove logistike, održavanja, energenata i ostale operativne rashode, pri čemu se u početnim godinama projekcije očekuje njihova povišena razina. U nastavku projekcijskog razdoblja, Menadžment očekuje stabilizaciju njihovog udjela u prihodima od prodaje.

EBITDA - menadžment ne predviđa materijalni pritisak na bruto maržu u projekcijskom razdoblju, već očekuje njezino zadržavanje na relativno stabilnoj razini, uz umjereno poboljšanje učinkovitosti prema kraju projekcijskog razdoblja, a povezano s integracijom novih kapaciteta i racionalizacijom nabave sirovina. Poboljšanje EBITDA marže je ograničeno zbog kontinuiranog pritiska troškova rada i materijala, dok se udio ostalih troškova postupno smanjuje zahvaljujući optimizaciji procesa i boljem iskorištenju kapaciteta. Takva dinamika odražava stabilizaciju poslovanja nakon integracije preuzetih pogona, pri čemu rast profitabilnosti nije značajan zbog izostanka većih promjena u strukturi troškova.

Amortizacija - je određena temeljem procijene Managmenta u skladu trenutno korištenim amortizacijskim stopama po pojedinoj vrsti imovine uzimajući u obzir i amortizaciju ulaganja u CAPEX u projiciranom razdoblju.

Sukladno spomenutim pretpostavkama, u nastavku je prikazana projekcija EBIT-a za razdoblje FG26F – FG30F:

EUR '000	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Prihodi od prodaje	55.303	56.980	58.975	61.335	63.481
Ostali poslovni prihodi	1.288	1.150	1.100	1.100	1.200
Ukupni prihodi	56.591	58.130	60.075	62.435	64.681
Trošak prodane robe (COGS)	(4.666)	(4.805)	(4.944)	(5.082)	(5.225)
Troškovi sirovina i materijala	(16.363)	(16.772)	(17.400)	(17.795)	(18.328)
Trošak zaposlenih	(18.370)	(18.950)	(19.500)	(20.507)	(21.050)
Ostali vanjski troškovi	(11.795)	(12.102)	(12.510)	(13.050)	(13.825)
OPEX	(51.194)	(52.629)	(54.354)	(56.434)	(58.428)
EBITDA	5.397	5.501	5.721	6.001	6.253
EBITDA marža (%)	9,8%	9,7%	9,7%	9,8%	9,9%
Amortizacija	(3.207)	(3.240)	(3.140)	(3.090)	(3.040)
EBIT	2.190	2.261	2.581	2.911	3.213

Izvor: Elaborat, RSM analiza

U kontekstu povijesnih rezultata poslovanja, te budućeg razvoja gospodarstva RH, projekcije su izrađene na temelju poslovnog plana Društva te odražavaju specifične faktore i okolnosti poslovanja za razdoblje od 2026. do 2030. godine, mišljenja smo da su navedene pretpostavke razumne i opravdane.

b) Izračun NOPLAT-a (EBIT umanjen za porez na dobit)

U tablici ispod prikazan je NOPLAT izračunat u Elaboratu, koji se temelji na prethodno prikazanim pretpostavkama (EBIT-u) i stopi poreza na dobit valjanoj u Hrvatskoj od 18%.

EUR '000	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
EBIT	2.190	2.261	2.581	2.911	3.213
Porez na dobit (18%)	(394)	(407)	(465)	(524)	(578)
NOPAT	1.796	1.854	2.116	2.387	2.635

Izvor: Elaborat, RSM analiza

ZAGREBAČKE PEKARNE KLARA d.d.
IZVJEŠĆE REVIZORA O ELABORATU O PROCJENI FER VRIJEDNOSTI DIONICE

c) Korekcija NOPLAT-a za (i) + troškove amortizacije (ii) +/- promjene u radnim kapitalu, (iii) - CAPEX, čime se dolazi do slobodnih novčanih tokova poduzeću (FCFF)

U nastavku je prikazana tablica iz Elaborata, koja sadržava korištene brojke u izračunu slobodnih novčanih tokova poduzeću (FCFF).

EUR '000	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
NOPAT	1.796	1.854	2.116	2.387	2.635
(+) Amortizacija	3.207	3.240	3.140	3.090	3.040
(+/-) Promjena u radnom kapitalu	775	(79)	(74)	(149)	(83)
(-) CAPEX	(1.108)	(2.245)	(2.324)	(2.417)	(2.501)
FCFF	4.670	2.770	2.859	2.911	3.091

Izvor: Elaborat, RSM analiza

Sukladno Elaboratu, kapitalna ulaganja u periodu od 2027P do 2030P su procijenjena na razini od 3,9% ukupnih prihoda od prodaje, što odgovara medijanu usporedivih društva u Hrvatskoj, a odnose se na obnovu dotrajale opreme. Kako je navedeno u Elaboratu prema informacijama Menadžmenta predviđena ulaganja odnose se isključivo na održavanje i smatraju se dovoljnim za ostvarivanje poslovnog plana. Kako je navedeno u Elaboratu, Društvo na dan 31.12.2025 ima ugovorena kapitalna ulaganja za 2026. u iznosu od EUR 1.071 tisuća za nabavke osnovnih sredstava koja su već dio usklađenog neto duga zbog čega je izostavljen u kalkulaciji novčanih tokova.

Kao što će se prikazati u nastavku Obrazloženja, društvo PwC Savjetovanje je u terminalnom razdoblju pretpostavilo CAPEX i amortizaciju na istoj razini.

Promjene u radnom kapitalu planirane su sukladno projiciranim stavkama radnog kapitala kako je prikazano u tablici ispod:

EUR '000	31.12.25. Usklađeno	31.12.26	31.12.27	31.12.28	31.12.29	31.12.30
Potraživanja od kupaca	6.472	6.387	6.581	6.811	7.084	7.332
Zalihe	2.531	2.544	2.612	2.701	2.768	2.849
Obveze prema doabavljačima	(4.250)	(5.129)	(5.266)	(5.447)	(5.581)	(5.744)
Radni kapital iz poslovanja	4.753	3.802	3.927	4.065	4.271	4.437
Ostala potraživanja	392	387	398	412	429	444
Ostale obveze	(2.392)	(2.210)	(2.268)	(2.347)	(2.419)	(2.517)
Usklađeni Neto radni kapital	2.753	1.978	2.057	2.131	2.280	2.363
Promjena na Neto radnom kapitalu	n.a.	(775)	79	74	149	83

Izvor: Elaborat

Sukladno Elaboratu, usklađeni neto radni kapital na 31. prosinca 2025. iznosio je 2.753 tisuće eura, a krajem 2026. očekuje se smanjenje neto radnog kapitala na iznos od 1.978 tisuće eura, što je prvenstveno posljedica rasta troškova poslovanja i povezanog povećanja obveza prema dobavljačima.

PwC Savjetovanje je pri izračunu radnog kapitala u projiciranom razdoblju primjenio pretpostavke temeljene na povijesnim razinama iz 2025. godine: dani potraživanja od kupaca –42, dani vezivanja zaliha –36, dani plaćanja dobavljačima –73.

d) Diskontiranje FCFF-a primjenom odgovarajućeg WACC-a i diskontnih faktora

U nastavku je prikazana tablica izračuna diskontirane vrijednosti FCFF-a u okviru Elaborata:

EUR '000	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
FCFF	4.670	2.770	2.859	2.911	3.091
Diskontni period (u godinama)	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5
Diskontni faktor (WACC 10,08%)	0,95	0,87	0,79	0,71	0,65
Diskontirani FCFF	4.451	2.398	2.249	2.080	2.006
Kumulativ diskontiranih FCFF 2026f - 2030f	13.184				

Izvor: Elaborat, RSM analiza

Kao što je već napomenuto, novčani tokovi svode se na sadašnju vrijednost primjenom riziku prilagođene diskontne stope koja predstavlja WACC poduzeća, odnosno oportunitetni trošak poduzeća.

U svezi ispravnosti izračuna WACC-a, u nastavku je prikazan WACC koji je primijenjen u Elaboratu, prilikom izračuna procijenjene vrijednosti Društva:

Bez rizična kamatna stopa (Rf)	3,3%
Premija za rizik zemlje (CRP)	0,31%
Beta imovine	0,69
Omjer duga i kapitala (D/E)	51,0%
Ciljani omjer financiranja D/(D+E)	33,8%
Beta kapitala	0,89
Premija za rizik tržišta kapitala EMRP	6,2%
Premija za veličinu društva (SCP)	4,5%
Trošak kapitala (CoE)	13,3%
Stopa poreza na dobit (t)	18%
Z-spread marža	0,9%
Trošak duga (CoD)	3,71%
WACC	10.08%

Prilikom izračuna WACC-a korišteni su relevantni izvori kao što su prinos dugoročne obveznice Republike Njemačke i Republike Hrvatske, te analize svjetski priznatih autoriteta na području valuacije.

Diskontni faktori su ispravno izračunati, te su diskontirani FCFF-ovi primjenjujući WACC po stopi od 10,08%, čime se dolazi do sume diskontirane vrijednosti FCFF-ova u razdoblju 2026f – 2030f u iznosu od **13.184 tisuće EUR**. PwC Savjetovanje je pretpostavilo da su novčani tokovi ravnomjerno raspoređeni tijekom cijele godine, stoga su diskontni periodi prilagođeni tako da se diskontiraju na sredini godine (mid-year adjustment).

Smatramo kako izračun diskontiranih FCFF u okviru Elaborata nema značajnijih nedostataka.

e) Izračun terminalne vrijednosti (TV) i diskontiranje iste

Sukladno pravilima struke, vrijednost diskontiranog FCFF-a u rezidualnom razdoblju izračunava se temeljem Gordonovog modela. Gordonov model pretpostavlja stabilan rast poslovanja poduzeća u nedogled, pri čemu takva stopa rasta ne bi trebala iznositi više od stope rasta BDP-a države u kojoj poduzeće posluje, nerizične kamatne stope ili dugoročnog rasta industrije u kojoj Društvo posluje.

U tablicama ispod prikazan je izračun terminalne vrijednosti u okviru Elaborata:

EUR '000	2030F	Rezidualni period
Prihodi od prodaje	63.481	64.751
Ostali poslovni prihodi	1.200	1.224
Ukupni operativni prihodi	64.681	65.975
Materijalni troškovi	(23.553)	(24.024)
Troškovi osoblja	(21.050)	(21.471)
Ostali troškovi	(13.825)	(14.102)
Ukupni operativni troškovi	(58.428)	(59.597)
EBITDA	6.253	6.378
EBITDA marža (%)	9,9%	9,9%
Amortizacija	(3.040)	(2.551)
EBIT	3.213	3.827
EBIT marža (%)	5,1%	5,9%
Porez na dobit (18%)	(578)	(689)
NOPAT	2.635	3.138
(+) Amortizacija	3.040	2.551
(+/-) Promjena u radnom kapitalu	(83)	(47)
(-) Kapitalna ulaganja	(2.501)	(2.551)
FCFF	3.091	3.091
Diskontni period (u godinama)	4,5	4,5
Diskontni faktor (WACC 10,08%)	0,65	0,65
Stabilna stopa rasta		2%
Rezidualna vrijednosti		38.256
Diskontirana rezidualna vrijednost		24.822

Izvor: Elaborat, RSM analiza

U rezidualnom periodu, iznos troška amortizacije je izjednačen s iznosom CapEx-a.

PwC savjetovanje procirao je konstantni rast prihoda od 2% što je u skladu s očekivanom dugoročnom stopom inflacije u Republici Hrvatskoj, pri čemu bi se ostvarivala EBITDA marža od 9,9%, smatramo kako planirana EBITDA marža Društva u rezidualnom razdoblju nije nerazumna.

Vezano uz izračun rezidualne vrijednosti u okviru Elaborata, smatramo kako isti nema značajnijih nedostataka.

f) Zbrajanje sadašnjih vrijednosti s ciljem dobivanja operativne vrijednosti društva (EV)

Kako bi se došlo do iznosa operativne vrijednosti (EV) Društva, potrebno je zbrojiti diskontirane FCFF-ove u razdoblju 2021F – 2025F te u rezidualnom razdoblju. Sukladno tome, u tablici ispod prikazana je pretpostavljena operativna vrijednost Društva:

EUR '000	31.12.2025.
Diskontirana FCFF	13.184
Diskonitrana rezidualna vrijednosti	24.822
Operativna vrijednosti (EV)	38.006

Izvor: Elaborat, RSM analiza

Operativna vrijednost Društva, primjenjujući prethodno prikazane pretpostavke, **iznosi 38.006 tisuća eura.**

g) Korekcija operativne vrijednosti društva za stavke neto novca/duga, neoperativne imovine čime se dolazi do procijenjene vrijednosti vlasničkog kapitala

Kako bi se od operativne vrijednosti Društva došlo do vrijednosti kapitala Društva, potrebno je izračunatu operativnu vrijednost korigirati za poziciju usklađenog neto duga na 31.12.2025., neoperativne imovine (tržišna vrijednosti neoperativnih nekretnina) i fer vrijednosti 11,51% dionica u društvu Trgovina Krk d.d.

Sukladno navedenom, procijenjena fer vrijednost vlasničkog kapitala Društva prikazana je u tablici ispod:

EUR '000	31.12.2025.
Operativna vrijednost Društva	38.016
Usklađeni neto dug	(4.794)
Neoperativna imovina (nekretnine)	9.980
Tržišna vrijednost 11,51% udjela u društvu Trgovina Krk d.d.	11.951
Procjena fer vrijednosti 100% kapitala Društva na 31.12.2025.	55.153

Izvor: Elaborat, RSM analiza

Sukladno Elaboratu, usklađeni neto dug se u najvećoj mjeri odnosi na novac i novčane ekvivalente, kratkotrajnu financijsku imovinu, obveze prema bankama i leasing ugovore, MSFI 16 – dugoročne najmove, rezerviranja (bez rezerviranja za GO), ugovorena kapitalna ulaganja, predujmove za osnovna sredstva te ostale obveze i potraživanja.

Neoperativna imovina odnosi se na tržišnu vrijednosti 15 nekretnina procijenjenih od strane PBZ nekretnina iz prosinca 2025 i siječnja 2026. godine, i 3 nekretnine manje tržišne vrijednosti procijenje od strane managmenta Društva za te nekretnine pregledane su slične nekretnine oglašavane na javno dostupnim oglasnicima. Prema provedenoj analizi PwC Savjetovanja, nisu uočena značajna odstupanja u tržišnoj vrijednosti u odnosu na procjenu Menadžmenta. Na tržišnu vrijednost iz procjedbenog elaborata PwC Savjetovanja primijenio je diskont od 30% uzevši u obzir otvorene imovinsko-pravne sporove vezane uz dvije nekretnine.

Budući se radi se o recentnim procijenama vrijednosti nekretnina, smatramo kako su pretpostavke za određivanje tržišne vrijednosti svih neoperativnih nekretnina navedenih u Elaboratu i usklade vrijednosti od strane PwC Savjetovanja za nekretnine u sporu razumne.

PwC Savjetovanje je u Elaboratu prikazalo analizu procijene fer vrijednosti 11,51% kapitala društva Trgovina Krk d.d. temeljem metode diskontiranih novčanih tokova te tržišnim pristupom, potonji je zbog svojih ograničenja u Elaboratu prikazani samo u ilustrativne svrhe. Primjenjena metodologija izračuna je jednaka metodologiji procijene tržišne vrijednosti društva Zagrebačke pekarne Klara.

Procjena je bazirana na povjesnim podacima društva Trgovina Krk d.d., na pretpostavkama i projekcijama pruženim od strane menadžmenta te na pretpostavakma PwC savjetovanja.

Potrebno je naglasiti da je vrijednost predmetnog udjela od 11,51% u društvu Trgovina Krk d.d. izračunata uz primjenu diskonta za manjak kontrole (DLoC) od 22,2% za retail sektor. PwC savjetovanje je koristio izvor Control Premium Study 4th Quarter 2020:

Diskont za nedostatak kontrole (DLoC) / Kontrolna premija

	<u>2.011</u>	<u>2.012</u>	<u>2.013</u>	<u>2.014</u>	<u>2.015</u>	<u>2.016</u>	<u>2.017</u>	<u>2.018</u>	<u>2.019</u>	<u>2.020</u>
DLoC (%) - Retail sector	24,3%	26,6%	23,4%	21,8%	23,3%	26,0%	21,5%	19,6%	24,5%	25,3%
DLoC (%) - All sectors	26,2%	14,8%	26,1%	23,9%	25,6%	25,3%	22,2%	23,3%	23,8%	27,0%
DLoC (%) - Retail sector	24,7%	25,1%	17,2%	19,7%	22,9%	20,1%	24,0%	20,3%	21,5%	25,5%
DLoC (%) - All sectors	24,4%	24,7%	24,2%	21,2%	24,3%	23,8%	21,0%	20,6%	22,4%	24,9%

	<u>DLoC</u>
Average Retail sector 2011 - 2020	23,9%
Median Retail sector 2011 - 2020	22,2%

Izvor: PwC savjetovanje

Nakon primjene spomenutog diskonta, vrijednost 100%-tnog kapitala Društva iznosi 103.830 tisuće eura, odnosno vrijednost 11,5% udjela u kapitalu (equity value), nakon DLoC je 11.951 eura.

Smatramo da metodologija izračuna i pretpostavke korištene od PwC savjetovanje o fer vrijednosti 11,51% dionica Trgovine Krk d.d., odražavaju fer vrijednost dionice, osim u ispod navedenom, a odnosi se na matematičku točnost sljedećih izračuna:

- na stranici broj 36 Elaborata, kod izračuna CapEx-a u Elaboratu je navedeno da je su godišnja kapitalna ulaganja procijenjena na 1,8% ukupnih prihoda od prodaje prema informacijama Menadžmenta, a u samom izračunu CapEx-a primijenjena je stopa od 1,85%. Da se primjenila stopa od 1,8%, a da sve ostalo ostane nepromijenjeno, tržišna vrijednost 11,5% kapitala Društva na 31.12.2025. nakon DLoC bila bi za **181 tisuću eura veća**, odnosno iznosila bi 12.163 tisuće eura.
- na stranici broj 37 Elaborata, je navedeno da je u rezidualnom periodu, primijenjena stopa terminalnog rasta od 2,0%, što je u skladu s očekivanom dugoročnom stopom inflacije u Republici Hrvatskoj (ista stopa je korištena kod procijene vrijednosti Zagrebačke pekarne Klara d.d.), ali u kalkulaciji rezidualnog perioda korištena je malo niža stopa od navedene, odnosno 1,94987%. Da se primjenila stopa od 2,0%, a da sve ostalo ostane nepromijenjeno, tržišna vrijednost 11,5% kapitala Društva na 31.12.2025. nakon DLoC bila bi za **42 tisuće eura veća**, odnosno iznosila bi 11.982 eura tisuće eura.
- nadalje, na stranici broj 37 Elaborata, izračunata je vrijednost 11,5% udjela u kapitalu (equity value) nakon DLoC u iznosu od 11.951 eura, točan matematički izračun je 11.940 eura, odnosno vrijednost **manja za 11 tisuća eura**.

Metoda usporedivih društava i usporedivih transakcija (tržišna metoda)

PwC Savjetovanje je prilikom odabira usporedivih društava i usporedivih transakcija odabralo više društva čiji je poslovni model relativno usporediv s Društvom, kojima je osnovna djelatnost pekarstvo i dionice kotiraju na burzi, uzimajući u obzir veličinu i poslovni model Društva, postoji manjak usporedivih listanih društva i transakcija na tržištu.

Tržišni pristup temelji se na EV/EBITDA multiplikatoru koji je korišten pri izračunu vrijednosti Društva metodom usporedivih društava i usporedivih transakcija, te su dobivene vrijednosti dodatno korigirane za neto novac i 11,51% vrijednosti dionica u Trgovini Krk na datum procjene, čime se došlo do procijenjene fer vrijednosti dionica Društva.

U kontekstu korištenih ključnih pretpostavki, odnosno kriterija smatramo da su iste i prihvatljive. U Elaboratu je navedeno da je dohodovni pristup primaran za analizu vrijednosti društva, tržišni pristup je, zbog svojih ograničenja, korišten kao suplementarna metoda i rezultati na temelju tržišnog pristupa su prikazani samo u ilustrativne svrhe. U Elaboratu je prikazan graf, na stranici 9., na kojem je prezentirano da su rezultati obje metode procijene temeljene na tržišnom pristupu unutar raspona rezultata procijene dohodovnim pristupom.

Sažetak procjene fer vrijednosti Društva

Prema analizi osjetljivosti koju je provelo društvo PwC Savjetovanje, na temelju DCF metode, i uključujući promjenu na razini EBITDA, zatim Rezidualnoj stopi rasta i promjeni u stopi WACC od +/- 0,5%, fer vrijednost jedne dionice Društva Zagrebačke pekarne Klara d.d. na 31.12.2025. je procijenjena u intervalu 100,5 eura – 112,4 eura (srednja vrijednost 106,5 eura).

Kod izračuna fer vrijednosti 11,51% dionica Trgovine Krk d.d. utvrđene su matematičke razlike kako je prethodno navedeno, a ukupni efekt razlika nalazi se unutra procijenjenog intervala jedne dionice Društva Zagrebačke pekarne Klara d.d. 100,5 eura – 112,4 eura, te stoga smatramo da se ne radi o značajnoj razlici.

Mišljenje o elaboratu o procjeni fer vrijednosti dionica ciljnog Društva

S obzirom da prilikom izrade Mišljenja nismo mogli detaljno ispitati stavove Uprave Društva, naše Mišljenje se temelji na provjeri logičnosti, ispravnosti primjene metodologije i pretpostavki vezanih za budući poslovni plan.

Srdačan pozdrav,

Jakša Obradović, ovlašteni revizor

Elaborat o procjeni tržišne vrijednosti jedne dionice društva Zagrebačke pekarnice Klara d.d.



27. travnja 2026.

Važna obavijest

Važna obavijest osobama koje nemaju ovlaštenji pristup ovom Izvještaju



Svaka osoba koja nije primatelj ovog Izvještaja, ili nije potpisala i vratila u PricewaterhouseCoopers Savjetovanje d.o.o. ("PwC Hrvatska") Pismo o ograničenju odgovornosti, nema ovlaštenja za pristup ovome Izvještaju.

Ukoliko bilo koja neovlaštena osoba dobije pristup i pročita ovaj Izvještaj, čitanjem ovog Izvještaja ta osoba prihvaća i slaže se sa sljedećim uvjetima:

- 1 Čitatelj ovog Izvještaja svjestan je da su poslovi obavljani od strane PwC Hrvatska u skladu sa smjernicama dobivenim od navedenog klijenta i da su napravljena isključivo za potrebe i koristi navedenog klijenta,
- 2 Čitatelj ovog Izvještaja potvrđuje da je Izvještaj pripremljen prema smjernicama našeg klijenta, te postoji mogućnost da ne sadržava sve procedure koje čitatelj smatra potrebnim,
- 3 Čitatelj prihvaća da PwC Hrvatska, njegovi partneri, zaposlenici i zastupnici ne duguju niti preuzimaju nikakvu dužnu pažnju ili odgovornost, bilo na temelju ugovora ili izvan ugovorne odgovornosti (uključujući bez ograničenja, nepažnju i povredu zakonskih dužnosti), te neće biti odgovorni za bilo kakav gubitak, štetu ili trošak bilo kakve prirode koji bi proizašao korištenjem ovoga Izvještaja u bilo koje svrhe, ili koji na bilo koji drugi način proizlazi iz čitateljeva pristupa ovome Izvještaju. Nadalje, čitatelj pristaje na to da se neće pozivati na Izvještaj ili navoditi ga u cijelosti ili djelomično u bilo kojem prospektu, registraciji, okružnici, javnom arhivu, kreditu, nekom drugom ugovoru ili dokumentu i da neće distribuirati izvještaj bez prethodnog pismenog pristanka PwC Hrvatska.

Ostale važne obavijesti



Bilo koji savjeti navedeni u ovom Izvještaju su ograničeni na ovdje navedene specifične nalaze i baziraju se na potpunosti i točnosti navedenih uključenih činjenica, pretpostavki i/ili predstavljanja, odnosno očitovanja.

Procedure koje smo proveli ne moraju nužno otkriti sve značajne činjenice o društvima ili otkriti greške ili prijevare u informacijama, ukoliko bi iste postojale. Nadalje, ne dajemo nikakva predstavljanja vezano za dostatnost provedenih procedura vezano za vaše potrebe za informacijama.

**Damir Kecko**

Partner

M: +385 91 925 7115

damir.kecko@pwc.com

Ana Vitaić Gladović

Starija menadžerica

M: +385 (0) 98 1844 224

ana.vitaic.gladovic@pwc.com

Čakovečki mlinovi d.d.**Mlinska 1****40 000 Čakovec****Hrvatska**

Poštovani g. Kvaternik,

Elaborat o procjeni fer vrijednosti jedne dionice društva Zagrebačke pekarnice Klara d.d.

Ovaj izvještaj („Izvještaj”) je pripremljen od strane PricewaterhouseCoopers Savjetovanje d.o.o., Zagreb („PwC”) isključivo za potrebe društva Čakovečki mlinovi d.d. („Čakovečki mlinovi”, „Klijent” ili „Vi”), a odnosi se na indikativnu analizu fer vrijednosti jedne dionice društva Zagrebačke pekarnice Klara („Društvo”), u skladu s našim Ugovorom od 27. studenog 2025. Klijent će naš izvještaj koristiti u svrhu utvrđivanja pravične naknade u procesu povlačenja dionica s uvrštenja na uređenom tržištu, a sukladno članku 341. Zakona o tržištu kapitala.

Skrećemo vam pažnju na važne komentare koji se tiču opsega, prirode analize, rezultata i procesa našeg rada, koji su navedeni odmah nakon ovog pisma.

Ovaj Izvještaj je strogo povjerljiv i ne smije biti dijeljen s bilo kojom trećom stranom, osim Vašeg revizora, bez našeg pismenog pristanka, osim pod uvjetima kako je definirano našim Ugovorom, a koji možemo uskratiti ili uvjetovati našim diskrecijskim pravom. PwC kao autor Izvještaja ne preuzima odgovornost prema bilo kojoj trećoj strani, za bilo kakve posljedice nastale kao rezultat aktivnosti u vezi s Izvještajem.

Poduzimanje bilo kakve investicijske ili slične aktivnosti od strane Klijenta ili bilo koje treće strane je isključivo odluka i odgovornost menadžmenta Klijenta ili treće strane, pri čemu će Klijent i/ili treća strana uzeti u obzir i pitanja koja nisu bila predmet našeg angažmana, a kojih su Klijent i/ili treća strana svjesni.

S poštovanjem,

PwC Savjetovanje d.o.o.

Heinzlova 70, Zagreb, Hrvatska

T: +385 1 6328 888

F: +385 1 6111 566

PricewaterhouseCoopers Savjetovanje d.o.o.

Sadržaj

- 1 Sažetak
- 2 Makroekonomski i tržišni pregled
- 3 Analiza tržišne vrijednosti 100% kapitala društva Zagrebačke pekarnice Klarad.d.
- 4 Analiza tržišne vrijednosti 11,51% kapitala društva Trgovina Krk d.d.
- 5 Pregled usporedivih društava i transakcija po segmentima
- 6 Prilozi

Naš opseg, provedeni postupci i izvor informacija (1/2)

Opseg	Pristup
Opseg posla	Svrha ovog izvještaja je indikativna analiza fer vrijednosti jedne dionice društva Zagrebačke pekarnice Klara („Društvo”) na 31. prosinca 2025. („Datum analize vrijednosti”). Naše je razumijevanje da razmatrate povlačenje dionica Društva s uvrštenja na uređenom tržištu Zagrebačke burze te Vam je, sukladno članku 341. Zakona o tržištu kapitala, potreban Elaborat o procjeni fer vrijednosti jedne dionice Društva („Elaborat”). Ova analiza fer vrijednosti jedne dionice Društva pripremljena je s obzirom na specifične uvjete dogovorene s Vama kao što je opisano Ugovorom od 27. studenog 2025. Detaljne važne informacije vezane za opseg i postupke našeg posla te opće ograničavajuće okolnosti, nalaze se u Prilogu.
Definicija fer vrijednosti	Za potrebe ove analize fer vrijednost definiramo kao: „procijenjeni iznos za koji bi neka imovina mogla biti razmijenjena na dan vrednovanja, između voljnog kupca i voljnog prodavatelja, u transakciji po tržišnim uvjetima nakon prikladnog oglašavanja, pri čemu je svaka strana postupila upućeno, razborito i bez prisile”. Fer vrijednost je teorijski koncept, a cijena koja se zaista može ostvariti prilikom transakcije ovisiti će o brojnim faktorima, kao što su tržišni uvjeti, motiviranost i strategija kupaca i prodavatelja, utrživost predmeta analize, itd. Prema tome, po svojoj prirodi, postupak analize raspona indikativnih vrijednosti se ne može smatrati egzaktnom znanošću, i zaključci do kojih se dođe, u mnogim slučajevima će biti subjektivni i pod utjecajem individualnog mišljenja. Ne postoji jedinstvena vrijednost predmeta analize vrijednosti, a slijedom čega rezultate naše analize prikazujemo kao raspon u vezi s kojim smatramo da su naši zaključci razumni i opravdani.
Datum analize vrijednosti	Odredili smo 31. prosinca 2025. kao Datum analize fer vrijednosti jedne dionice društva Zagrebačke pekarnice Klara d.d. („Datum analize vrijednosti”).
Izvor informacija i provedeni postupci	Podaci koje je PwC koristio u pripremi ovog izvješća dobiveni su iz različitih izvora kao što je navedeno u Elaboratu / Prilogu. Iako je naš rad uključivao analizu povijesnih financijskih informacija i poslovnih podataka, opseg našeg posla nije uključivao reviziju u skladu s općeprihvaćenim revizijskim standardima. Štoviše, osim ako je drugačije navedeno u izvješću, nismo podvrgli informacije predstavljene u ovom izvješću postupcima provjere ili verifikacije. Sukladno tome, ne preuzimamo nikakvu odgovornost i ne izjavljujemo u pogledu točnosti ili potpunosti bilo koje informacije koje su nam dostavljene i ne dajemo nikakva jamstva u tom pogledu. Primijenili smo stručno znanje i iskustvo u prikupljanju točnih i potpunih informacija u skladu s važećim profesionalnim standardima, međutim, zbog gore navedenih ograničenja, moguće je da nismo prikupili sve potrebne informacije.

Naš opseg, provedeni postupci i izvor informacija (2/2)

Opseg	Pristup
Važne napomene uz opseg posla i ključni ograničavajući čimbenici	U Europi i globalno prisutne su makroekonomske i geopolitičke okolnosti čiji učinci (kako u pogledu njihova trajanja, tako i u pogledu njihova potencijalnog ili stvarnog utjecaja na poslovanje Društva) ni vi ni mi ne možemo sa sigurnošću procijeniti. Te okolnosti uključuju rat Ruske Federacije protiv Ukrajine, uvođenje (i prijetnje uvođenja) novih carina te nestabilnosti u pogledu kamatnih stopa („okolnosti tržišne neizvjesnosti”). Primjerice, Društvo će se vjerojatno suočiti sa značajnim poslovnim izazovima (i) osobito ako ima poslovne aktivnosti, kupce ili dobavljače na koje trenutačno utječu okolnosti tržišne neizvjesnosti i/ili (ii) zbog mjera koje su poduzele ili bi mogle poduzeti vlade kao odgovor na te okolnosti. Nadalje, širi ekonomski i poslovni učinci tih okolnosti trenutačno se ne mogu pouzdano predvidjeti. Društvo nije uvela mjere za nepredviđene situacije povezane s okolnostima tržišne neizvjesnosti. Napominjemo da je potencijalna razlika između projiciranih i stvarnih rezultata vjerojatno znatno veća nego što bi bila u stabilnijim okolnostima. Ne preuzimamo odgovornost za ostvarenje projiciranih ili predviđenih rezultata (ili stanja).
Pristupi analizi vrijednosti	S obzirom na karakteristike Društva čije su dionice predmet analize fer vrijednosti, i s obzirom na svrhu i vremensku određenost analize, naša analiza se temelji na primjeni sljedećih pristupa: – izabrali smo dohodovni pristup na temelju novčanih tokova (projekcijama poslovanja, očekivanoj profitabilnosti i novčanim tokovima te njihovoj konverziji na sadašnju vrijednost kroz postupak diskontiranja) kao osnovnu metodu za analizu fer vrijednosti. Naime, ovaj pristup omogućava izravno uključivanje jedinstvenog poslovnog plana pripremljenog od strane menadžmenta društva i projekcije budućih novčanih tokova, koje održavaju strategije i ciljeve predmetnog društva. Napominjemo kako obično postoje razlike između očekivanih i stvarnih rezultata koje mogu biti značajne. Stoga, PwC ne izražava mišljenje u kojoj će mjeri stvarni rezultati biti u skladu s projekcijama, – koristili smo i tržišni pristup na temelju metode usporedivih društava i metode usporedivih transakcija, no rezultati istog su, obzirom na nemogućnost pronalaženja u potpunosti usporedivih društava s društvom koje je predmet analize vrijednosti, prikazani isključivo u ilustrativne svrhe. Opseg posla nije obuhvaćao revizorske postupke niti bilo kakve druge postupke provjere, porezni, komercijalni, pravni ni tehnički due diligence (dubinsko snimanje), nezavisnu provjeru ili verifikaciju dobivenih informacija i podataka iz javno dostupnih izvora, uključujući i informacije u vezi s očekivanim kretanjima na tržištu, procjenu vrijednosti nekretnina, postrojenja i opreme i drugih sredstava društva na Datum analize vrijednosti. Stoga je moguće da ovaj Elaborat nije identificirao sva pitanja od značaja za Klijenta prilikom donošenja relevantnih poslovnih odluka. Ovaj Elaborat pripremljen je isključivo za ovdje navedene svrhe i ne treba mu se oslanjati ni u koje druge svrhe. Ovaj Izvještaj je strogo povjerljiv i (osim u mjeri u kojoj to zahtijeva primjenjiv zakon i / ili uredba), ne smije se dati trećoj strani, osim revizoru, bez našeg izričitog pismenog pristanka te sukladno odredbama Ugovora.

Naš opseg, provedeni postupci i izvor informacija (2/2)

Opseg

Pristup

Tržišni pristup

Tržišni pristup (metode usporedivih društava i usporedivih transakcija) se sastoji od sljedećih koraka:

- ✓ određivanje odgovarajuće baze za usporedbu (npr. stabilni prihodi od prodaje, neto imovina, EBITDA, itd.),
- ✓ određivanje odgovarajućeg multiplikatora za procjenu vrijednosti, i
- ✓ primjena odgovarajućeg multiplikatora na prikladnu bazu u svrhu određivanja indikativnog raspona tržišnih vrijednosti društva koje se procjenjuje.

Napominjemo kako su metode tržišnog pristupa primijenjene samo u ilustrativne svrhe prvenstveno zbog nedostatka izravno usporedivih društava i/ili transakcija na regionalnim tržištima.

Sva društva iz raspoloživih uzoraka bave se djelatnošću u segmentima maloprodaje i pekarstva. Obzirom na trenutnu situaciju uzrokovanu ratom, skrećemo pozornost na dodatna ograničenja u primjeni tržišnog pristupa. Naime, neki od multiplikatora korišteni kod primjene metode usporedivih transakcija su multiplikatori po kojima su transakcije bile provedene u prošlosti, prije početka rata (ali i pandemije COVID-19) te samim time nije moguće utvrditi ukoliko bi se isti multiplikatori mogli primijeniti i na vrijeme datuma analize vrijednosti.

Određivanje odgovarajuće baze za usporedbu

Primijenili smo EV/EBITDA multiplikator u svrhu eliminiranja potencijalnih razlika u poslovnom modelu društva i društava iz identificiranih uzoraka. Potencijalne razlike mogu nastati zbog tržišta gdje društva posluju, dostupnosti radne snage (utjecaj na operativne troškove) kao i različitih računovodstvenih sustava (trošak amortizacije).



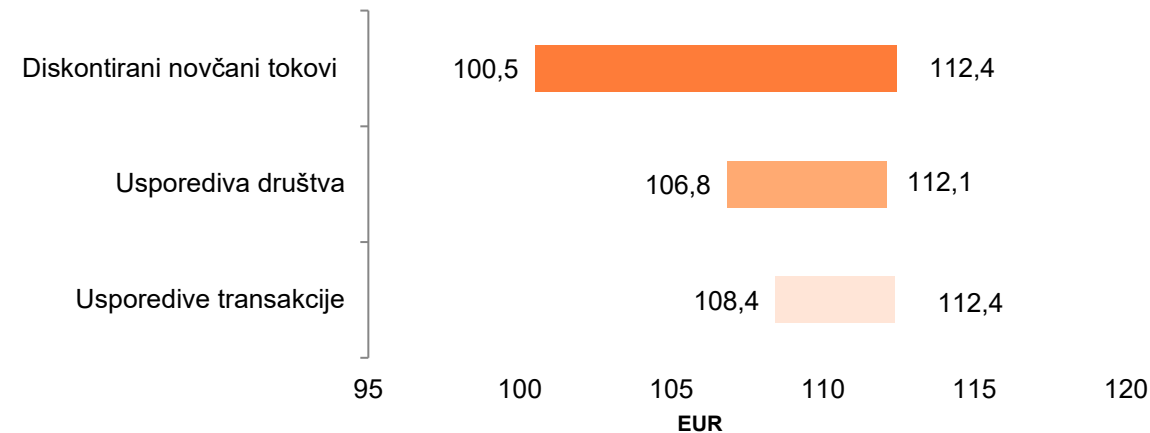
Sažetak

Sažetak – analiza fer vrijednosti jedne dionice društva Zagrebačke pekarnice Klara d.d.

Pristup	Metoda	
Dohodovni pristup	Diskontirani novčani tokovi (DCF)	Dohodovni pristup korištenjem metode diskontiranih novčanih tokova (DCF) na temelju poslovnog plana dobivenog od menadžmenta društva Čakovečki mlinovi d.d. Ovom metodom indikativna fer vrijednost jedne dionice društva Zagrebačke pekarnice Klara d.d. na utrživoj osnovi se nalazi u rasponu od EUR 100,5 do EUR 112,4 sa srednjom točkom raspona od EUR 106,5 na datum analize vrijednosti.
Tržišni pristup	Usporediva društva	Metodom usporedivih društava indikativna fer vrijednost jedne dionice društva Zagrebačke pekarnice Klara d.d. na utrživoj osnovi se nalazi u rasponu od EUR 106,8 do EUR 112,1 .
Tržišni pristup	Usporedive transakcije	Metodom usporedivih transakcija indikativna fer vrijednost jedne dionice društva Zagrebačke pekarnice Klara d.d. na utrživoj osnovi se nalazi u rasponu od EUR 108,4 do EUR 112,4 .

Izvor: PwC analiza

Sažetak analize vrijednosti 100% kapitala društva - Zagrebačke pekarnice Klara d.d.



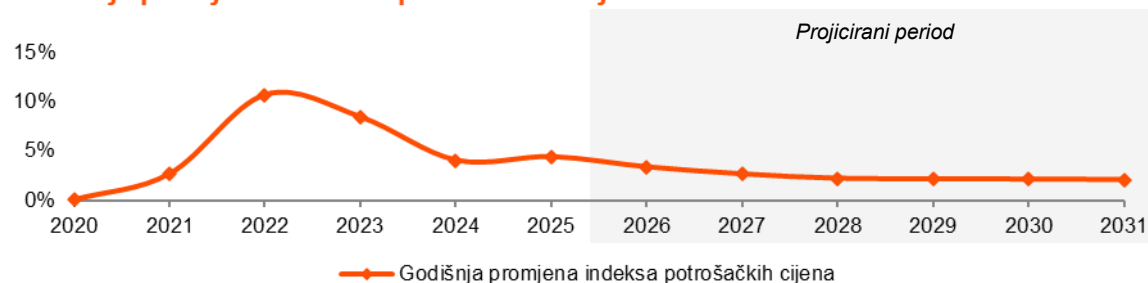
- Analiza indikativnog raspona fer vrijednosti jedne dionice društva Zagrebačke pekarnice Klara d.d. provedena je primjenom dohodovne metode vrednovanja, temeljene na projekcijama diskontiranih novčanih tokova („DCF“) za razdoblje od 2026. do 2030. godine. Projekcije su izrađene na temelju poslovnog plana Društva te odražavaju specifične faktore i okolnosti poslovanja. 100% kapitala društava ZP Klara dobivena je na temelju analize fer vrijednosti kapitala društva ZP Klara te analizi vrijednosti 11,51% dionica koje društvo ZP Klara posjeduje u društvu Trgovina Krk d.d. na Datum analize vrijednosti.
- Slijedom navedenog, indikativna centralna fer vrijednost 100% kapitala društva ZP Klara na Datum analize iznosi EUR 43,2 milijuna, dok indikativna centralna fer vrijednosti 11,51% udjela u kapitalu društva Trgovine Krk d.d. iznosi EUR 11,9 milijuna. **Imajući u vidu da ukupan broj izdanih dionica društva ZP Klara iznosi 517.947, navedeno implicira procijenjenu centralnu tržišnu vrijednost jedne dionice društva ZP Klara, na Datum analize vrijednosti, od EUR 106,5.**
- Tržišni pristup temelji se na EV/EBITDA multiplikatoru koji je prikazan isključivo u ilustrativne svrhe. Naime, uzimajući u obzir veličinu i poslovni model Društva, postoji manjak usporedivih listanih društva i transakcija na tržištu.

2

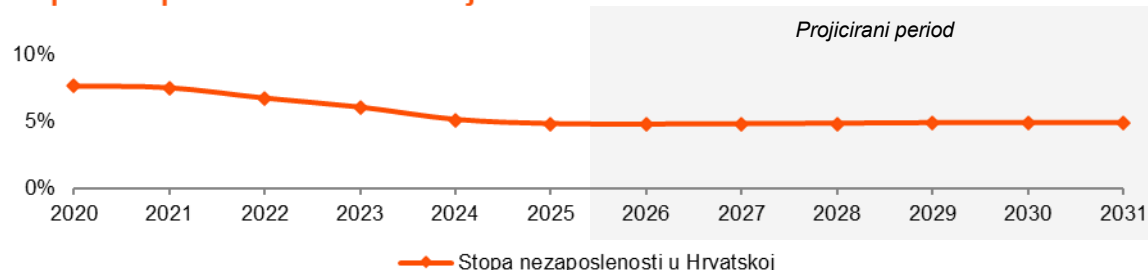
Makroekonomski i tržišni pregled

Makroekonomski pregled za Republiku Hrvatsku

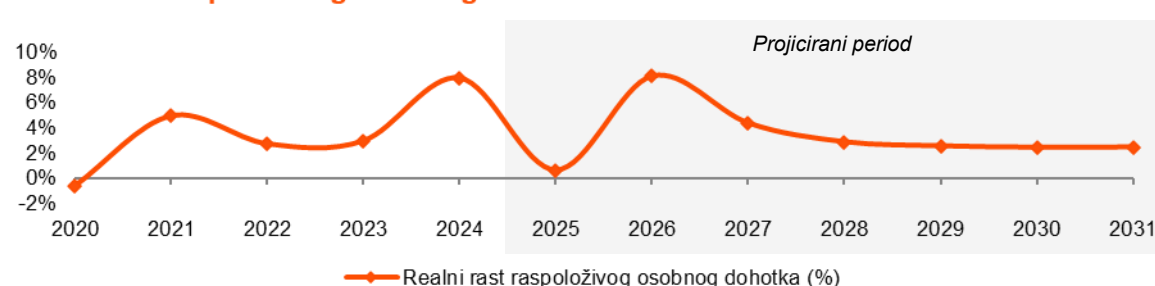
Godišnja promjena indeksa potrošačkih cijena



Stopa nezaposlenosti u Hrvatskoj



Realni rast raspoloživog osobnog dohotka

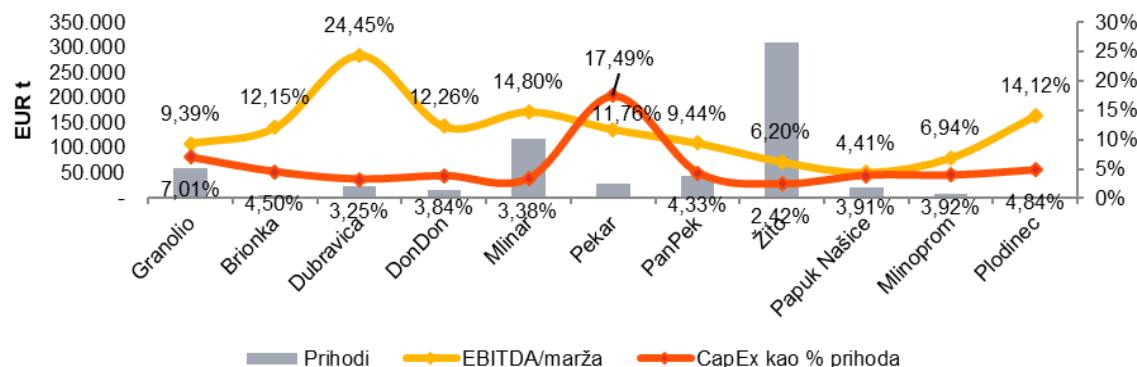


Izvor: S&P Capital IQ, Bilten HNB-a, Državni zavod za statistiku

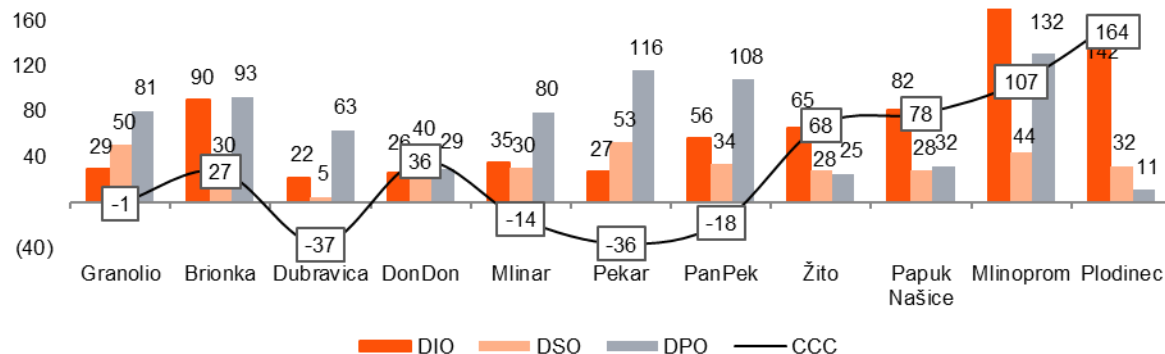
- Prema preliminarnoj procjeni HNB-a u veljači 2026., inflacija mjerena harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena u Hrvatskoj iznosila je 3,9% predstavljajući porast u odnosu na 3,6% u siječnju 2026., primarno kao rezultat ubrzavanja godišnjeg rasta cijena hrane i energije. Istodobno je intenzitet ubrzavanja inflacije na razini prosjeka europodručja bio malo slabiji, pa se razlika između inflacije u Hrvatskoj i prosjeka europodručja blago povećala na 2,0 postotna boda.
- U siječnju 2026. godine ukupan broj zaposlenih u Hrvatskoj ostao je gotovo nepromijenjen u odnosu na prosinac prošle godine (-0,1%), čime se nastavila stagnacija koja traje od sredine prošle godine. Prognozira se da će se stopa nezaposlenosti u narednim godinama kretati oko 5%. Gospodarski rast Hrvatske u kombinaciji s niskom stopom nezaposlenosti stvara pritisak na domaće tržište rada te se nedostatak radne snage stoga zadovoljava povećanim zapošljavanjem stranih radnika.
- U zadnje tri godine dogodio se značajan rast prosječne plaće u Hrvatskoj, potaknut potražnjom privatnog sektora za radnom snagom, kao i povećanjem plaća prvenstveno u javnome sektoru. Mjesečni rast prosječne nominalne bruto plaće ubrzao se s 0,9% krajem 2025. godine na 1,3% početkom 2026. godine.
- Prema procjeni HNB-a iz ožujka 2026., prije eskalacije sukoba na Bliskom istoku gospodarstvo europodručja pokazivalo je znakove umjerenog oporavka, uz snažan rast indeksa ekonomskog raspoloženja početkom godine i njegove najviše razine u posljednje četiri godine. Eskalacija sukoba krajem veljače dodatno je povećala ekonomsku neizvjesnost i potaknula rast cijena energenata. Iako će učinci na gospodarski rast i inflaciju ovisiti o trajanju i intenzitetu sukoba, HNB procjenjuje da bi, prema podacima dostupnima do ožujka 2026., makroekonomski učinci mogli biti ograničeni, s obzirom na izostanak očekivanja dugoročnih poremećaja u opskrbi energijom.

Pregled ključnih financijskih pokazatelja usporedivih poduzeća u sektoru pekarstva u Hrvatskoj

Pregled usporedivih društava u Hrvatskoj za segment mlinarstva i pekarstva - Prihodi, EBITDA marža i CapEx kao % prihoda



Pregled petogodišnjeg prosjeka dana radnog kapitala za usporediva društava u Hrvatskoj u segmentu pekarstva i mlinarstva



Usporediva društva u Hrvatskoj

- Graf prikazuje poduzeća koja su usporediva s Društvom, odnosno poduzeća koja posluju u segmentu pekarstva u Hrvatskoj. Petogodišnji prosjeci odnose se na vremenski period od 2020. do 2024. godine.

EBITDA marža (%)

- Dubravica ima najveću prosječnu EBITDA maržu od 24,45%, što je 13,0 p.p. iznad prosječne EBITDA marže usporedivih društava.
- Prosječna EBITDA marža usporedivih društava u promatranom razdoblju iznosi 11,45%, dok medijan iznosi 11,76%.

CapEx kao % prihoda

- Prosjek ulaganja u dugotrajnu materijalnu imovinu (CapEx) kao postotak ukupnih prihoda iznosi 5,35% (medijan 3,92%).

Dani naplate potraživanja – DSO

- Petogodišnji prosjek dana naplate potraživanja usporedivih društava iznosi 34 dana.

Dani vezivanja zaliha – DIO

- Petogodišnji prosjek dana vezivanja zaliha usporedivih društava iznosi 79 dana.

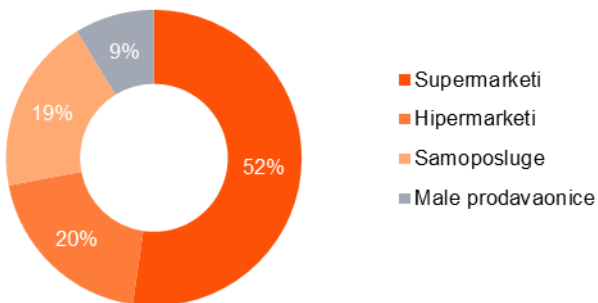
Dani plaćanja dobavljača – DPO

- Petogodišnji prosjek dana plaćanja dobavljačima usporedivih društava iznosi 70 dana.

Pregled tržišta maloprodaje u Republici Hrvatskoj

- U siječnju 2026. sezonski i kalendarski prilagođen promet od trgovine na malo realno je pao za 1,2% na mjesečnoj razini. Pritom je promet prehrambenih proizvoda porastao za 1,9%, dok je promet motornih goriva i maziva zabilježio snažan pad od 11,3%, a promet neprehrambenih proizvoda smanjenje od 0,5%.
- Na godišnjoj razini, u siječnju 2026. kalendarski prilagođeni promet od trgovine na malo realno je povećan za 3,0%. Pritom je promet hranom, pićem i duhanskim proizvodima porastao za 6,1%, a neprehrambenim proizvodima (bez motornih goriva i maziva) za 5,4%, dok je prodaja motornih goriva i maziva pala za 5,7%.
- Tržište maloprodaje mješovite robe u Hrvatskoj, prema posljednjim dostupnim podacima AZTN-a za 2024. godinu, obilježeno je povećanom konkurencijom i procesima konsolidacije. Eurospin je od ulaska na hrvatsko tržište 2020. godine do sredine 2024. proširio mrežu na 23 prodajna mjesta, dok je Studenac tijekom 2023. godine provodio akvizicije više maloprodajnih lanaca. Usporedno s time, u 2024. godini najveći porast tržišnog udjela unutar skupine deset vodećih trgovaca ostvarili su Studenac i NTL, Plodine te KTC.

Struktura maloprodajnih mjesta u RH u 2024. godini prema ostvarenim prihodima



Supermarketi i hipermarketi zadržali su vodeću poziciju u strukturi maloprodajnih prihoda i u 2024. godini. U segmentu trgovine na malo mješovitom robom, supermarketi su zabilježili rast prihoda od **9,7%** u odnosu na 2023. godinu.

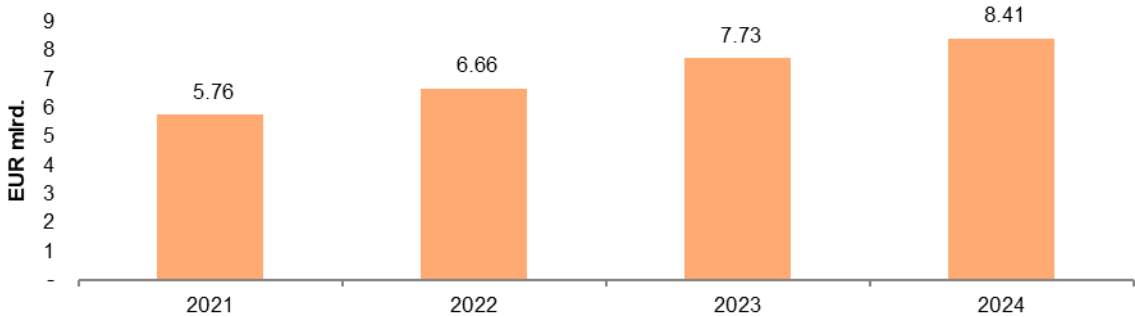
Izvor: AZTN

Elaborat o procjeni tržišne vrijednosti jedne dionice društva Zagrebačke pekare Klara d.d.

Društvo		Tržišni udio u 2024.
1	Konzum plus	(20 - 30) %
2	Lidl	(10 - 20) %
3	Plodine	(10 - 20) %
4	Spar	(10 - 20) %
5	Kaufland	(5 - 10) %
6	Studenac	(5 - 10) %
7	Tommy	(5 - 10) %
8	KTC	(0 - 5) %
9	NTL	(0 - 5) %
10	Trgovina Krk	(0 - 5) %
Prvih 10		87,80%

Izvor: AZTN

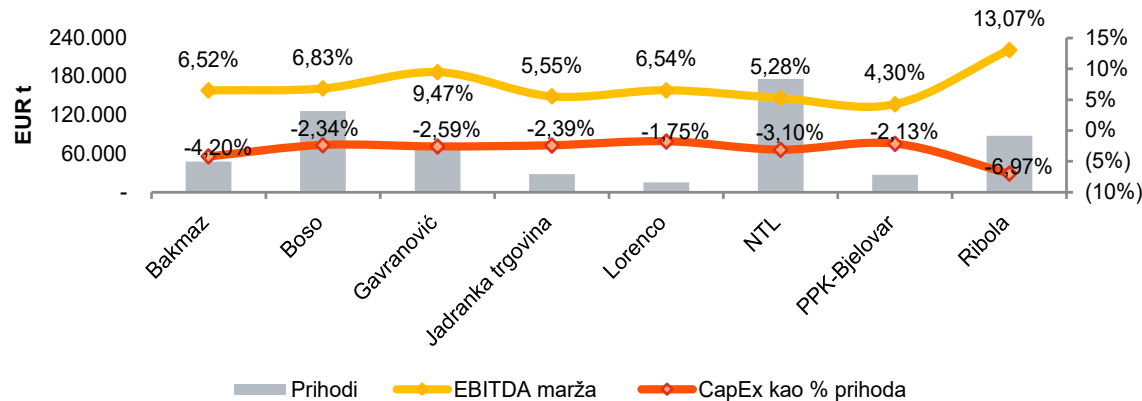
Ukupno ostvareni prihodi u industriji maloprodaje mješovitom robom u Hrvatskoj (2021. - 2024.)



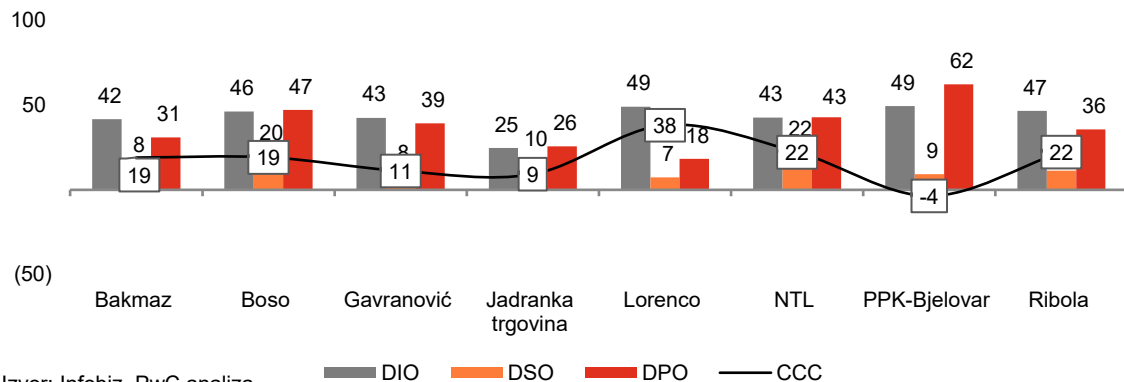
Izvor: AZTN

Pregled ključnih financijskih pokazatelja usporedivih poduzeća u sektoru maloprodaje u Hrvatskoj

Pregled usporedivih društava za segment maloprodaje - Prihod, EBITDA marža i CapEx kao % prihoda



Pregled petogodišnjeg prosjeka dana radnog kapitala za usporediva društva u Hrvatskoj u segmentu maloprodaje



Izvor: Infobiz, PwC analiza

Usporediva društva u Hrvatskoj

- Graf prikazuje poduzeća koja su usporediva s društvom Trgovina Krk d.d., odnosno koja posluju u segmentu maloprodaje u manjim (kvartovskim) dućanima u Hrvatskoj. Petogodišnji prosjeci odnose se na vremenski period od 2020. do 2024. godine.

EBITDA marža (%)

- Ribola ima najveću prosječnu EBITDA maržu od 13,07%, što je 6,53 p.p. iznad medijalne EBITDA marže usporedivih društava.
- Prosječna EBITDA marža usporedivih društava u promatranom razdoblju iznosi 7,49%, dok medijan iznosi 6,54%.

CapEx kao % prihoda

- Prosjek ulaganja u dugotrajnu materijalnu imovinu (CapEx) kao postotak ukupnih prihoda iznosi 3,2% (medijan 2,4%).

Dani naplate potraživanja – DSO

- Petogodišnji prosjek dana naplate potraživanja usporedivih društava iznosi 12 dana.

Dani vezivanja zaliha – DIO

- Petogodišnji prosjek dana vezivanja zaliha usporedivih društava iznosi 43 dan.

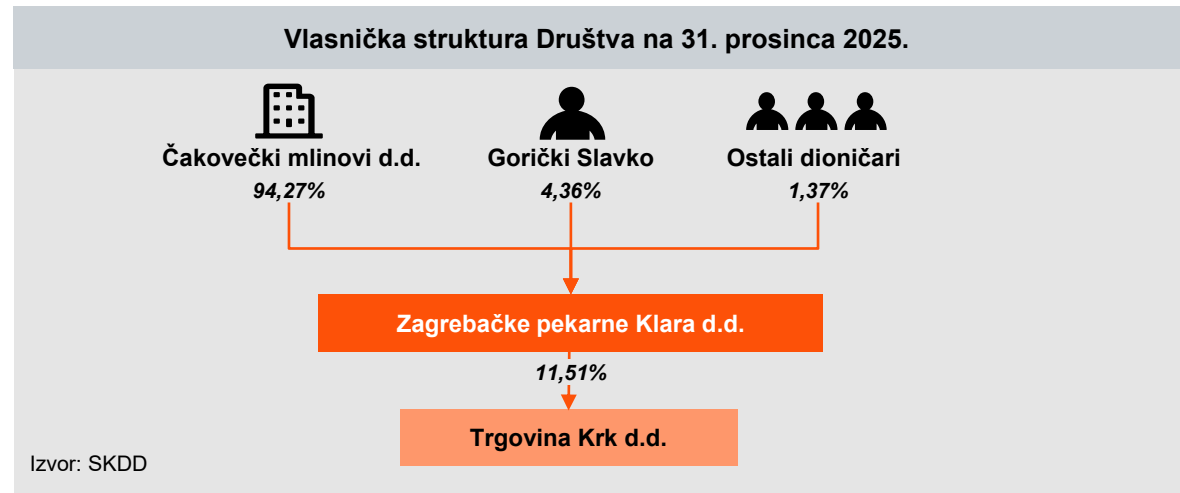
Dani plaćanja dobavljača – DPO

- Petogodišnji prosjek dana plaćanja dobavljačima usporedivih društava iznosi 38 dana.

3

Analiza tržišne vrijednosti 100% kapitala društva Zagrebačke pekarne Klarad.d.

Pregled društva Zagrebačke pekare Klara d.d.



Prodajne i proizvodne lokacije Društva



Proizvodni pogoni

- Čakovec (sjedište)
- Donji Kraljevec
- Oroslavje

Veleprodaja

- Zagreb (centrala)
- Split
- Rijeka
- Slavonski Brod

Maloprodaja

- 7 trgovina u Zagrebu
- 2 u Velikoj Gorici
- 1 u Bjelovaru

Izvor: Revidirani financijski izvještaji i web stranica Društva

Elaborat o procjeni tržišne vrijednosti jedne dionice društva Zagrebačke pekare Klara d.d.

Ključni povijesni događaji

Mlin i pekare d.o.o. ulaze u vlasničku strukturu s udjelom od 15,6%

Društvo povećava udio u Prehrana trgovina d.d. na 78,39%

Ponovno povećan vlasnički udio u Prehrana trgovina d.d. sa 78,4% na 92,9%

Provedena dokapitalizacija društva Trgovina Krk d.d. zamjenom dionica društva Prehrana Trgovina d.d. čime Društvo stječe 11,51% dionica društva Trgovina Krk d.d.

2019.

2021.

2022.

2024.

2025.

Pripajanje društva Desortis d.o.o. te donesena odluka o imenovanju novog člana uprave –direktora Društva na mandatno razdoblje do 2027.

Provedena dokapitalizacija Društva unosom prava - GC Pekarstvo NewMip d.d. i GC Pekarstvo Čakovečkih mlinova d.d. u rujnu 2025.

EBITDA 2025. (pro-forma usklađena*)

EUR 5.426 tisuća

Prihodi od prodaje 2025. (pro-forma*)

EUR 56.042 tisuća

Ukupna imovina na 31.12.2025.

EUR 62.233t

* Podaci se odnose na pro-forma konsolidirani Račun dobiti i gubitka Društva za 2025. pod pretpostavkom da su pekarski segmenti društava Čakovečki mlinovi d.d. i NewMip d.o.o. pripojeni Društvu od 1.1.2025.

27. travnja 2026.

Pro-forma rezultat Društva za 2025. godinu pod značajnim je utjecajem jednokratnog prihoda u iznosu od EUR 8.203t nastao zamjenom dionica društava Prehrana Trgovina d.d. i Trgovina Krk d.d. (1/2)

Pro-forma račun dobiti i gubitka - Zagrebačke pekarnice Klara d.d. zajedno s GC pekarstvo ČKML-a i GC pekarstvo NewMiP-a

EUR u 000	31.12.2025. Pro-forma
Prihodi od prodaje	56.042
Ostali poslovni prihodi	9.465
Ukupno prihodi	65.507
Promjene vrijednosti zaliha	(596)
Troškovi sirovina i materijala	(16.291)
Troškovi prodane robe	(4.407)
Ostali vanjski troškovi	(10.207)
Troškovi plaća osoblja	(16.680)
Vrijednosno usklađenje	-
Rezerviranja	(278)
Ostali poslovni rashodi	(3.739)
Operativni troškovi	(52.197)
EBITDA	13.310
EBITDA marža %	23,7%
Amortizacija	(3.291)
EBIT	10.019
Financijski prihodi	28
Financijski troškovi	(124)
Neto financijski rezultat	(96)
EBT	9.923
Porez na dobit	-
Neto dobit	9.923
Neto dobit marža %	15,1%

Izvor: Revidirani financijski izvještaji, PwC analiza

Prikazani račun dobiti i gubitka za 2025. godinu izrađen je na pro forma osnovi te odražava poslovne rezultate Zagrebačke pekarnice Klara d.d. uz pretpostavku da su pekarski segment društva NewMiP d.o.o. („NewMip”) i pekarski segment društva Čakovečki mlinovi d.d. („Čakovečki mlinovi”) bili pripojeni Društvu tijekom cijele godine. Sukladno tome, ranija razdoblja nisu usporediva te se analiza u nastavku temelji isključivo na strukturi prihoda i rashoda te ostvarenim razinama profitabilnosti u 2025. godini.

Prihodi od prodaje tijekom 2025. najvećim dijelom odnosili su se na veleprodaju (oko 94%), dok se manji dio (oko 3%) odnosio na maloprodaju. Preostali dio odnosio se na ostale prihode od prodaje, uključujući prihode od najma, prihode od usluga te ostale prihode od prodaje. U okviru navedenih prihoda uključen je i iznos od približno EUR 5.242 tisuće koji se odnosi na prihode ostvarene kroz interne odnose među segmentima društva NewMiP d.o.o., a koji su ušli u pro forma prikaz kao posljedica pripajanja navedenog segmenta.

Ostali poslovni prihodi su se odnosili na prihode od ulaganja u dionice društva Trgovina Krk d.d. koji su nastali kao posljedica dokapitalizacije navedenog društva pripajanjem društva Prehrane Trgovina d.d. (EUR 8.203 tisuća). Naime, dokapitalizacija je provedena zamjenom dionica dvaju društva čime je Društvo za 92,9% dionica u društvu Prehrana Trgovina d.d. dobilo 11,51% dionica u društvu Trgovina Krk d.d. S obzirom da se ulaganje u Prehrana Trgovinu d.d. mjerilo po trošku stjecanja, Društvo je razliku između fer vrijednosti udjela i troška stjecanja knjižilo kao Ostale poslovne prihode. Preostali dio ove stavke u 2025. odnosi se na prihode od prodaje imovine (EUR 584 tisuće), prefakturirane troškove (EUR 331 tisuće), prihode od ukidanja rezervacija (EUR 231 tisuće) te ostale prihode.

Troškovi sirovina i materijala uključuju troškove osnovnih sirovina, prvenstveno brašna (EUR 4.730 tisuća), pomoćnih materijala u proizvodnji (EUR 3.652 tisuća), energenata (EUR 2.231 tisuće) te ostalo poput uredskog, sitnog i potrošnog materijala i slično.

Troškovi prodane robe najvećim dijelom odnose se na nabavnu vrijednost robe u veleprodajnom segmentu (oko 80%), a manjim dijelom odnose se na prefakturirane troškove (oko 8%) te vrijednosno usklađenje trgovačke robe, odnosno povrate trgovačke robe.

Pro-forma rezultat Društva za 2025. godinu pod značajnim je utjecajem jednokratnog prihoda u iznosu od EUR 8.203t nastao zamjenom dionica društava Prehrana Trgovina d.d. i Trgovina Krk d.d. (2/2)

Pro-forma račun dobiti i gubitka - Zagrebačke pekarnice Klara d.d. zajedno s GC pekarstvo ČKML-a i GC pekarstvo NewMiP-a

EUR u 000	31.12.2025. Pro-forma
Prihodi od prodaje	56.042
Ostali poslovni prihodi	9.465
Ukupno prihodi	65.507
Promjene vrijednosti zaliha	(596)
Troškovi sirovina i materijala	(16.291)
Troškovi prodane robe	(4.407)
Ostali vanjski troškovi	(10.207)
Troškovi plaća osoblja	(16.680)
Vrijednosno usklađenje	-
Rezerviranja	(278)
Ostali poslovni rashodi	(3.739)
Operativni troškovi	(52.197)
EBITDA	13.310
EBITDA marža %	23,7%
Amortizacija	(3.291)
EBIT	10.019
Financijski prihodi	28
Financijski troškovi	(124)
Neto financijski rezultat	(96)
EBT	9.923
Porez na dobit	-
Neto dobit	9.923
Neto dobit marža %	15,1%

Izvor: Revidirani financijski izvještaji, PwC analiza

Ostali vanjski troškovi odnose se prvenstveno na troškove održavanja (oko 75%) te troškove intelektualnih usluga i usluga izrade vlastitih proizvoda kod drugih.

Troškovi plaća osoblja predstavljaju najveću pojedinačnu stavku te se odnose na neto plaće i redovne doprinose na i iz plaća. Zakonom propisana minimalna bruto plaća je u 2025. godini porasla na EUR 970, što se i odrazilo u troškovima osoblja. Ujedno, Ciljno društvo provodi politiku korištenja zakonski minimalne plaće kao osnovice za izračun plaća svih zaposlenika, na koju se zatim primjenjuju određeni koeficijenti.

Rezerviranja se odnose na rezerviranja za sudske sporove, neiskorištene godišnje odmore i jubilarne nagrade. U 2025. jedini trošak su bila rezerviranja za neiskorištene godišnje odmore u iznosu od EUR 278 tisuće.

Ostali poslovni rashodi se najvećim dijelom odnose na troškove prijevoza zaposlenika, prigodne nagrade zaposlenicima, naknadno odobrene popuste i odobrenja, troškove osiguranja te naknade članovima Nadzornog odbora. Također, iznos od približno EUR 936 tisuća odnosi se na rashode proizašle iz internih transakcija među segmentima NewMiP-a i rezultat su objedinjavanja poslovanja te odražavaju strukturu troškova unutar proširenog opsega Grupe.

Društvo u promatranom razdoblju ostvaruje negativan **neto financijski rezultat**, primarno zbog visokih troškova kamata.

Društvo je u prethodnim godinama koristilo porezne olakšice temeljem Zakona o poticanju ulaganja, vezane uz ulaganja u povećanje proizvodnih kapaciteta. Prema procjeni menadžmenta, preostala olakšica bit će u cijelosti iskorištena u 2025. godini, uz potpuno umanjeње **poreza na dobit**.

Neto imovina Društva na 31.12.2025. iznosila je EUR 45.070t, dok je izvještajni neto dug bio na razini od EUR 5.224t (1/2)

Bilanca - Zagrebačke pekarnice Klara

EUR u 000	31. pro 2025. Revid.
Nematerijalna imovina	4.587
Nekretnine, postrojenja, oprema	29.982
Ulaganja u povezana društva	11.806
Odgođena porezna imovina	30
Dugotrajna imovina	46.405
Zalihe	2.531
Potraživanja od kupaca	6.944
Obveze prema dobavljačima	(4.310)
Radni kapital iz poslovanja	5.165
Potraživanja od države	388
Ostala potraživanja	17
Obveze prema zaposlenicima	(1.003)
Obveze za poreze i doprinose	(703)
Neto radni kapital	3.864
Novac i novčani ekvivalenti	169
Kratkotrajna financijska imovina	3.268
Ostala financijska imovina	1
Rezerviranja	(1.047)
MSFI 16 - dugoročni najmovi	(772)
Obveze za leasing ugovore	(732)
Obveze prema bankama	(6.111)
Neto dug	(5.224)
Dugotrajna imovina namijenjena prodaji	1.368
Odgođena porezna obveza	(1.343)
Neto imovina	45.070
Upisani kapital	27.451
Kapitalne rezerve	715
Zakonske rezerve	2.483
Zadržana dobit / (preneseni gubitak)	14.421
Kapital	45.070

Izvor: Revidirani financijski izvještaji, PwC analiza

PwC Elabora o procjeni tržišne vrijednosti jedne dionice društva Zagrebačke pekarnice Klara d.d.

Prikazana bilanca odnosi se na 31. prosinca 2025. godini s uključenom imovinom i obvezama pripojenih segmenta pekarstva društava NewMiP i Čakovečki Mlinovi. Slijedom toga, podaci nisu usporedivi s prethodnim razdobljima, budući da bilanca odražava značajne strukturne promjene vezane uz proširenje opsega poslovanja, integraciju nove imovine i obveza te priznavanje povezanih jednokratnih učinaka. Analiza je fokusirana isključivo na strukturu i kvalitetu bilance u 2025. godini.

Nematerijalna imovina odnosi se najvećim postotkom na goodwill (EUR 3,487 tisuća), a ostalo na ulaganja u software, recepte i know how. **Nekretnine, postrojenja i oprema** na 31. prosinac 2025. većinom se odnose na zemljišta (EUR 5.103 tisuća), tvorničke zgrade, hale i radionice (EUR 14.421 tisuća) i postrojenja i proizvodnu opremu (EUR 26.509 tisuća). Ostala oprema uključuje uredsku opremu, namještaj i elektroniku.

Ulaganje u povezana društva odnosi se na vlasnički udio u društvu Trgovina Krk d.d. Zamjenom dionica Prehrana trgovine d.d., Ciljno društvo sada ima udio od 11,51% dionica u Trgovini Krk. **Odgođena porezna imovina** odnosi se na otpremnine i jubilarne nagrade u iznosu od EUR 30 tisuća.

Zalihe se sastoje od zaliha sirovina i materijala (različite vrste brašna i druge vrste sirovina koje se koriste za proizvodnju pekarskih proizvoda), zalihe gotovih proizvoda (različiti pekarski proizvodi iz asortimana smrznutih i trajnih proizvoda) i zalihe trgovačke robe (drugi proizvodi, smrznutog ili svježeg tipa, koje Ciljno društvo nudi kupcima).

Potraživanja od kupaca, koja se primarno odnose na kupce u državi (oko 85%) te manjim dijelom na povezana društva (oko 8%). **Obveze prema dobavljačima** se primarno odnose na domaće dobavljače (88%) te na dobavljače osnovnih sredstava, inozemne dobavljače i obveze za nefakturiranu robu.

Potraživanja od države na 31. prosinac 2025. odnose se na potraživanja za PDV (EUR 234 tisuća), pretporez R2 (EUR 69 tisuće) i druga potraživanja (EUR 84 tisuće).

Ostala potraživanja na 31. prosinac 2025. odnose se na potraživanja od zaposlenika (EUR 2 tisuće), sitan novac u prodavaonicama (EUR 2 tisuće) i ostala potraživanja (EUR 13 tisuća).

Neto imovina Društva na 31.12.2025. iznosila je EUR 45.070t, dok je izvještajni neto dug bio na razini od EUR 5.224t (2/2)

Bilanca - Zagrebačke pekarnice Klara

EUR u 000	31. pro 2025. Revid.
Nematerijalna imovina	4.587
Nekretnine, postrojenja, oprema	29.982
Ulaganja u povezana društva	11.806
Odgođena porezna imovina	30
Dugotrajna imovina	46.405
Zalihe	2.531
Potraživanja od kupaca	6.944
Obveze prema dobavljačima	(4.310)
Radni kapital iz poslovanja	5.165
Potraživanja od države	388
Ostala potraživanja	17
Obveze prema zaposlenicima	(1.003)
Obveze za poreze i doprinose	(703)
Neto radni kapital	3.864
Novac i novčani ekvivalenti	169
Kratkotrajna financijska imovina	3.268
Ostala financijska imovina	1
Rezerviranja	(1.047)
MSFI 16 - dugoročni najmovi	(772)
Obveze za leasing ugovore	(732)
Obveze prema bankama	(6.111)
Neto dug	(5.224)
Dugotrajna imovina namijenjena prodaji	1.368
Odgođena porezna obveza	(1.343)
Neto imovina	45.070
Upisani kapital	27.451
Kapitalne rezerve	715
Zakonske rezerve	2.483
Zadržana dobit / (preneseni gubitak)	14.421
Kapital	45.070

Izvor: Revidirani financijski izvještaji, PwC analiza

Obveze prema zaposlenicima na 31. prosinac 2025. odnose se na obveze za neto plaće (EUR 897 tisuća), obveze za prehranu (EUR 23 tisuća), obveze za nagrade za rezultate (EUR 22 tisuća), obveze za prijevoz (EUR 33 tisuća) i ostale obveze prema zaposlenicima (EUR 29 tisuća).

Obveze za poreze i doprinose na 31. prosinac 2025. u potpunosti se odnose na doprinose iz i na plaće.

Novac i novčani ekvivalenti na 31. prosinac 2025. godine odnose se na novac na bankovnim računima (EUR 168 tisuća) i novac u glavnoj blagajni (EUR 1 tisuća).

Kratkotrajna financijska imovina na 31. prosinac 2025. odnosi se na depozite i garancije (EUR 3.268 tisuća).

Rezerviranja se odnose na rezervacije za neiskorištene godišnje odmore, jubilarne nagrade i započete sudske sporove.

MSFI 16 obveze na 31. prosinac 2025. iznose EUR 772 tisuće i odnose se na najam poslovnica.

Obveze prema bankama na 31. prosinac 2025. iznosile su EUR 6.111 tisuća. Taj iznos se sastoji od financijskih obveza za korištene revolving kredite u Erste banci (EUR 1.972 tisuća), i dugoročne bankarske kredite (EUR 3.627 tisuća) te kratkoročni dio dugoročnog kredita (EUR 508 tisuća). Revolving krediti se koriste za financiranje operativnog poslovanja, dok su dugoročni krediti namijenjeni za nabavku opreme, modernizaciju poslovanja i renovaciju maloprodaje.

Dugotrajna imovina namijenjena prodaji na 31. prosinac 2025. odnosi se na zemljište i zgradu u Dalmatinskoj ulici u Zagrebu (EUR 935 tisuća), zgradu i zemljište na Novoj cesti u Zagrebu (EUR 205 tisuća), pekaru, skladište i zemljište u Jastrebarskom (EUR 120 tisuća), prodavaonicu Sesvete (EUR 64 tisuće), zemljište i nekretninu u Rakitovcu (EUR 30 tisuća) te kuća i zemljište u Kupčini (EUR 15 tisuća).

Najznačajnija usklada na 31.12.2025. godine odnosi se prihode od ulaganja u Trgovinu Krk u iznosu od EUR 8.203t.

Pro-forma usklađena EBITDA - Zagrebačke pekare Klara d.d. zajedno s GC pekarstvo ČKML-a i GC pekarstvo NewMiP-a	
EUR u 000	2025.
Izveštajna EBITDA	13.310
Izveštajna EBITDA marža %	23,7%
Računovodstvene usklade	
Naknadno utvrđeni (prihodi) /troškovi	4
Alokacija bonusa od dobavljača na zalihi	n.k.
MSFI 9	n.k.
Pro-forma financijski podaci nisu revidirani	n.k.
Ukupno računovodstvene usklade	4
Jednokratne usklade	
Prihodi od ulaganja	(8.203)
Gubitak od prodaje osnovnih sredstava	25
Jednokratne konzultantske usluge	61
Ostale usklade manjih iznosa	(12)
Ukupno jednokratne usklade	(8.129)
Pro forma usklade	
Neoperativna imovina - odmaralište i stanovi	12
Neoperativna imovina - zemljišta	(33)
Imovina namijenjena prodaji	31
Prehrana najmovi	(179)
Alokacija troškova radne zajednice	410
Usklada planskih cijena na tržišne	[+/-]
Ukupno pro forma usklade	241
Ukupne usklade	(7.884)
Usklađena EBITDA (uklj. MSFI 16)	5.426
Usklađena EBITDA marža %*	9,7%
MSFI 16 - poslovnice koje su se iznajmljivali Prehrani	(132)
MSFI 16 - ostali najmovi	(58)
Usklađena EBITDA (isklj. MSFI 16)	5.235
Usklađena EBITDA marža %*	9,4%
Ostale uklade koje treba razmotriti	
Cassa sconto kupci	167
Cassa sconto dobavljači	(27)

Usklađeni neto radni kapital - Zagrebačke pekare Klara d.d.	
EUR u 000	31. pro. 2025.
Zalihe	2.531
Potraživanja od kupaca	6.944
Obveze prema dobavljačima	(4.310)
Radni kapital iz poslovanja	5.165
Potraživanja od države	388
Ostala potraživanja	17
Obveze prema zaposlenicima	(1.003)
Obveze za poreze i doprinose	(703)
Izveštajni neto radni kapital	3.864
Izveštajni NRK kao % prihoda od prodaje	8,9%
Reklasifikacije na(sa) neto duga	
Obveze za porez na dobit	133
Obveze dospjele preko 90 dana	31
Rezervacija za neiskorišteni GO	(819)
Potraživanja od kupaca starija od 90 dana	(447)
Dobavljači za osnovna sredstva	29
Nepoloženi promet u maloprodaji	(11)
Novac u blagajnama	(2)
Ukupne reklasifikacije	(1.086)
Ostale usklade	
Nenaplativa potraživanja	(25)
Zastarjele zalihe	n.k.
MSFI 9	n.k.
Bonusi od dobavljača na zalihama	n.k.
Učinci ostalih usklada EBITDA	[+ / -]
(Potraživanja)/obveze imovine namijenjene prodaji	[+ / -]
Ukupno ostale usklade	(25)
Ukupno reklasifikacije i usklade	(1.111)
Usklađeni neto radni kapital	2.753
Usklađeni NRK kao % prihoda od prodaje	6,3%

Usklađeni neto dug - Zagrebačke pekare Klara d.d.	
EUR u 000	31. pro. 2025.
Novac i novčani ekvivalenti	169
Kratkotrajna financijska imovina	3.268
Ostala financijska imovina	1
Rezerviranja	(1.047)
MSFI 16 - dugoročni najmovi	(772)
Obveze za leasing ugovore	(732)
Obveze prema bankama	(6.111)
Izveštajni neto (dug)/novac	(5.224)
Reklasifikacije na(sa) neto radnog kapitala	
Obveze za porez na dobit	(133)
Obveze dospjele preko 90 dana	(31)
Rezervacija za neiskorišteni GO	819
Potraživanja od kupaca starija od 90 dana	447
Dobavljači za osnovna sredstva	(29)
Nepoloženi promet u maloprodaji	11
Novac u blagajnama	2
Ukupne reklasifikacije	1.086
Ostale usklade	
Dob. osnovna sredstva - predujmovi	420
Naknada za prijevremenu otplatu kredita	(5)
Ugovorena kapitalna ulaganja	(1.071)
Imovina namijenjena prodaji	229
Imovina namijenjena prodaji u sporu	1.139
Ostala neoperativna imovina	2.831
Usklada za tržišnu vrijednost imovine	5.782
Ukupno ostale usklade	9.325
Ukupno reklasifikacije i usklade	10.410
Usklađeni neto (dug)/novac (uklj. MSFI 16)	5.186
Utjecaj implementacije MSFI 16	772
Usklađeni neto (dug)/novac (isklj. MSFI 16)	5.958

Pregled neoperativne imovine Društva na 31.12.2025.

Pregled neoperativne imovine - Zagrebačke pekare Klara

# Nekretnina	Lokacija	Datum procjene	Procjenitelj		SV imovine 31.pro. 2025. (EUR) (A)	Tržišna vrijednost (EUR) (B)	Usklada	Tržišna vrijednost nakon usklade (EUR) (C)
1	Proizvodna građevina i zemljište	Frankopanska 3a, Jastrebarsko	08.12.2025.	PBZ nekretnine		119.587	173.856	173.856
2	Poslovni prostor - Sesvete	Sesvete, Zagreb	n.a.	Procjena Menadžmenta	②	64.009	64.009	64.009
3	Zemljište i građevinski objekt - Rakitovec	Rakitovec	n.a.	Procjena Menadžmenta	②	30.786	30.786	30.786
4	Kuća i zemljište - Kupčina	Kupčina	n.a.	Procjena Menadžmenta	②	14.524	14.524	14.524
Imovina namijenjena prodaji (15A)					228.906	283.175	n.a.	283.175
5	Zgrada i zemljište - Dalmatinska	Dalmatinska ulica 13, Zagreb	14.01.2026.	PBZ nekretnine	①	934.680	2.722.688	1.905.882
6	Nekretnina - Trešnjevka, Nova Cesta	Nova cesta 93, Zagreb	30.12.2025.	PBZ nekretnine	①	204.533	2.042.505	1.429.753
Imovina namijenjena prodaji u sporu (15B)					1.139.213	4.765.193	1.429.558	3.335.635
7	Apartman - Gajac 81	Gajac, Pag	18.12.2025.	PBZ nekretnine		28.192	100.057	100.057
8	Apartman - Gajac 74	Gajac, Pag	18.12.2025.	PBZ nekretnine		31.623	120.056	120.056
9	Apartman - Gajac 34	Gajac, Pag	18.12.2025.	PBZ nekretnine		30.145	122.125	122.125
10	Apartman - Gajac 36	Gajac, Pag	18.12.2025.	PBZ nekretnine		30.129	122.125	122.125
11	Apartman - Gajac 56	Gajac, Pag	18.12.2025.	PBZ nekretnine		22.011	81.719	81.719
12	Apartman - Gajac 57	Gajac, Pag	18.12.2025.	PBZ nekretnine		22.079	81.751	81.751
13	Zemljište - Vukovina	Vukovina	23.12.2025.	PBZ nekretnine		530.427	1.377.516	1.377.516
14	Zemljište - Sveta Nedelja	Novaki, Sveta Nedelja	30.12.2025.	PBZ nekretnine		1.572.013	3.482.310	3.482.310
15	Stan, 1.kat - Utinjska 52	Utinjska 52, Zagreb	08.12.2025.	PBZ nekretnine		67.545	202.820	202.820
16	Stan, prizemlje - Utinjska 52	Utinjska 52, Zagreb	09.12.2025.	PBZ nekretnine		191.902	231.082	231.082
17	Stan - Karlovačka 12A E-1	Karlovačka 12A, Zagreb	09.12.2025.	PBZ nekretnine		134.547	209.721	209.721
18	Stan - Karlovačka 12A E-2	Karlovačka 12A, Zagreb	n.a.	Procjena na temelju PBZ nekretnina	③	169.912	230.879	230.879
Ostala neoperativna imovina (15C)					2.830.524	6.362.162	n.a.	6.362.162
Ukupna vrijednost neoperativne imovine društva Zagrebačke pekare Klara					4.198.643	11.410.529	n.a.	9.980.971

Izvor: Procjembeni elaborati; Informacije Menadžmenta, PwC analiza

① Na tržišnu vrijednost iz procjembenog elaborata primijenjen je diskont od 30% uzevši u obzir otvorene imovinsko-pravne sporove vezane uz navedenu imovinu.

② U svrhu kritičkog sagledavanja procjena Menadžmenta za navedene nekretnine, pregledane su slične nekretnine oglašavane na javno dostupnim oglasnicima. Prema provedenoj analizi, nisu uočena značajna odstupanja u tržišnoj vrijednosti u odnosu na procjenu Menadžmenta.

③ Za ovu nekretninu nismo zaprimili elaborat o procjeni tržišne vrijednosti te smo istu procijenili množeći tržišnu cijenu kvadrata za Stan – Karlovačka 12A (E-1) s površinom stana E-2 koji se nalazi u istoj zagradi.

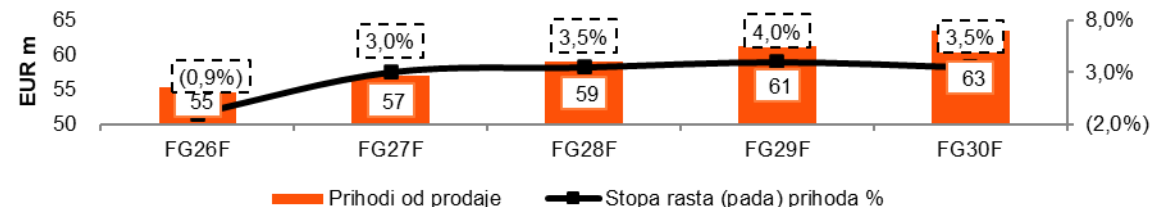
Menadžment očekuje nastavak pritiska na EBITDA maržu u 2027. i 2028. pod utjecajem nepovoljnih trendova na tržištu rada, uz blagi rast prema razini od 9,9% u 2030. godini. (1/2)

Poslovni plan - Zagrebačke pekarnice Klara

EUR 000	FG26F	FG27F	FG28F	FG29F	FG30F
Ukupno prihodi od prodaje	55.303	56.980	58.975	61.335	63.481
Ostali poslovni prihodi	1.288	1.150	1.100	1.100	1.200
Ukupno prihodi	56.591	58.130	60.075	62.435	64.681
Trošak prodane robe (COGS)	(4.666)	(4.805)	(4.944)	(5.082)	(5.225)
Troškovi sirovina i materijala	(16.363)	(16.772)	(17.400)	(17.795)	(18.328)
Trošak zaposlenih	(18.370)	(18.950)	(19.500)	(20.507)	(21.050)
Ostali vanjski troškovi	(11.795)	(12.102)	(12.510)	(13.050)	(13.825)
OPEX	(51.194)	(52.629)	(54.354)	(56.434)	(58.428)
EBITDA	5.397	5.501	5.721	6.001	6.253
EBITDA marža (%)	9,8%	9,7%	9,7%	9,8%	9,9%
Amortizacija	(3.207)	(3.240)	(3.140)	(3.090)	(3.040)
EBIT	2.190	2.261	2.581	2.911	3.213

Izvor: Informacije Menadžmenta, PwC analiza

Prihodi od prodaje



Izvor: Informacije Menadžmenta

Prihodi od prodaje

- Prema navodima menadžmenta, poslovni plan Zagrebačkih pekarni Klara temelji se na nastavku rasta redovnog poslovanja, uz puni doprinos pekarskih pogona NewMiP-a i ČKML-a pripojenih tijekom listopada 2025. godine. Rast prihoda uz složenu prosječnu godišnju stopu rasta od 3,5% u projekcijskom razdoblju proizlazi prvenstveno iz povećanih proizvodnih kapaciteta, snažnijeg fokusa na prodaju vlastitih proizvoda te optimizacije asortimana.

Troškovi prodane robe

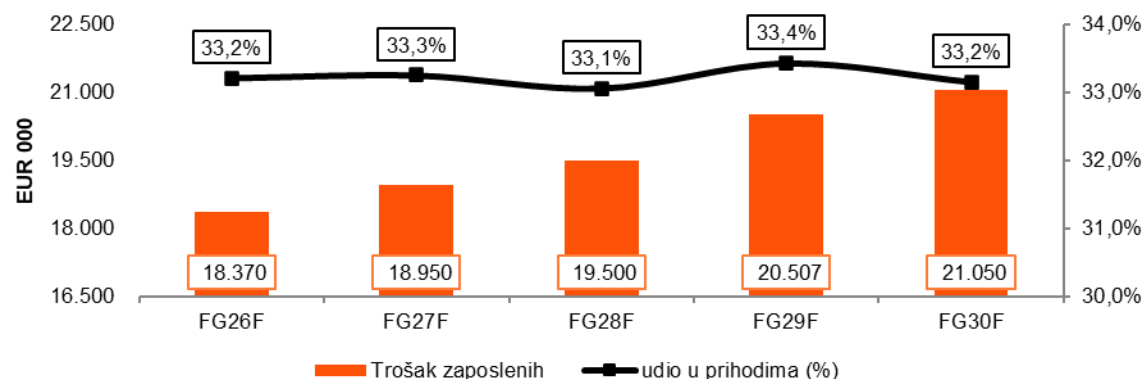
- Kretanje troška prodane robe u projekcijskom razdoblju odražava strukturne promjene u poslovnom modelu Društva nakon pripajanja pekarskih pogona NewMiP-a i Čakovečkih mlinova tijekom 2025. godine. S obzirom na to da se dio proizvoda koji se ranije nabavljao od vanjskih dobavljača sada proizvodi unutar vlastitih pogona, očekuje se povoljniji proizvodni miks te veći udio vlastite proizvodnje u ukupnoj prodaji.

Troškovi sirovina i materijala

- U projiciranom razdoblju, Menadžment očekuje da će se udio troška sirovina i materijala u prihodima od prodaje zadržati na relativno stabilnoj razini od ~29%, uz kretanje troška koje je primarno uvjetovano povećanim obujmom proizvodnje nakon preuzimanja novih pogona te rastom redovnog poslovanja, pri čemu je rast troška usporediv s projiciranim rastom prihoda u razdoblju od 2026F do 2030F.

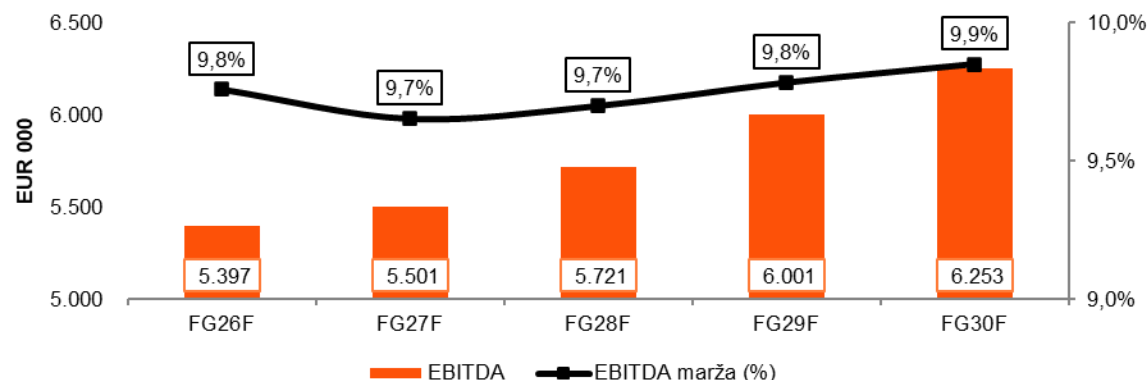
Menadžment očekuje nastavak pritiska na EBITDA maržu u 2027. i 2028. pod utjecajem nepovoljnih trendova na tržištu rada, uz blagi rast prema razini od 9,9% u 2030. godini. (2/2)

Troškovi zaposlenih



Izvor: Informacije Menadžmenta

EBITDA i EBITDA marža



Izvor: Informacije Menadžmenta

Troškovi zaposlenih i ostali troškovi

- U projekcijskom razdoblju, rast troškova zaposlenih prvenstveno je posljedica preuzimanja značajnog broja zaposlenika zajedno s novim proizvodnim pogonima tijekom 2025. godine, kao i povećanja minimalne plaće u Republici Hrvatskoj. Menadžment očekuje da će se u kasnijim godinama projekcijskog razdoblja udio troška zaposlenih kretati na stabilnoj razini od 33% prihoda od prodaje, kao rezultat nepovoljnih trendova na tržištu rada i posljedičnog daljnjeg pritiska na rast plaća koji će ublažiti efekt planiranih ulaganja u automatizaciju proizvodnih linija i potencijalnog smanjivanja broja zaposlenih.
- Ostali vanjski troškovi u projekcijskom razdoblju povezani su s povećanim obujmom poslovanja nakon pripajanja novih pogona te uključuju troškove logistike, održavanja, energenata i ostale operativne rashode, pri čemu se u početnim godinama projekcije očekuje njihova povišena razina. U nastavku projekcijskog razdoblja, Menadžment očekuje stabilizaciju njihovog udjela u prihodima od prodaje.

EBITDA

- Menadžment ne predviđa materijalni pritisak na bruto maržu u projekcijskom razdoblju, već očekuje njezino zadržavanje na relativno stabilnoj razini, uz umjereno poboljšanje učinkovitosti prema kraju projekcijskog razdoblja, a povezano s integracijom novih kapaciteta i racionalizacijom nabave sirovina.
- Poboljšanje EBITDA marže je ograničeno zbog kontinuiranog pritiska troškova rada i materijala, dok se udio ostalih troškova postupno smanjuje zahvaljujući optimizaciji procesa i boljem iskorištenju kapaciteta. Takva dinamika odražava stabilizaciju poslovanja nakon integracije preuzetih pogona, pri čemu rast profitabilnosti nije značajan zbog izostanka većih promjena u strukturi troškova.

U razdoblju projekcije, neto radni kapital kreće se u rasponu između EUR 1.978t do EUR 2.405t.

Usklađeni Neto radni kapital - Zagrebačke pekarnе Klara

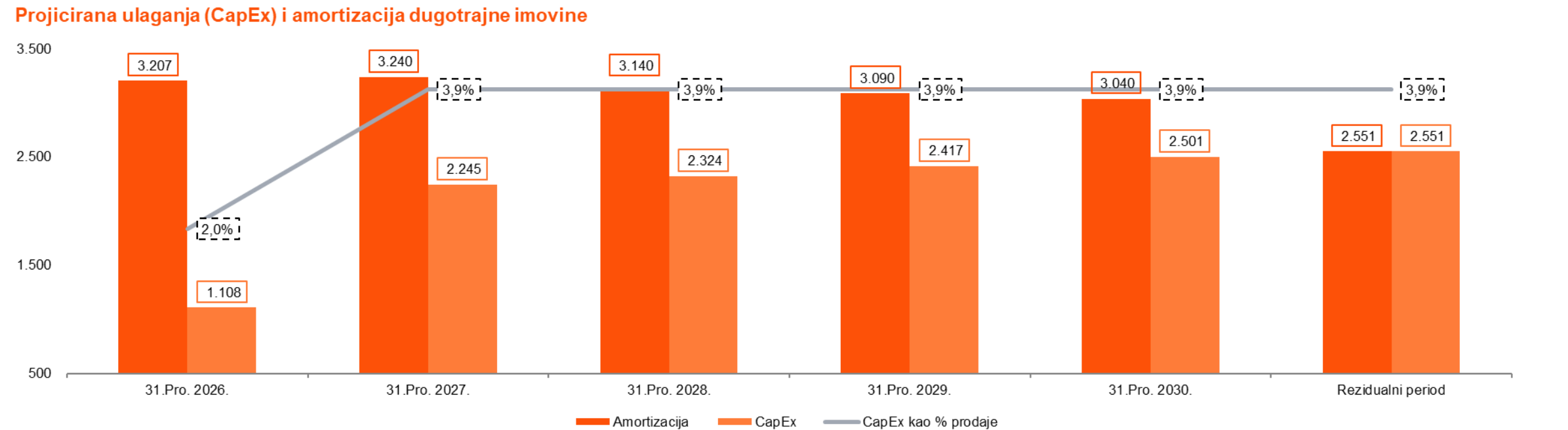
EUR 000	31.pro.25 Usklađeno	31.pro.26	31.pro.27	31.pro.28	31.pro.29	31.pro.30	Rezidualni period
Potraživanja od kupaca	6.472	6.387	6.581	6.811	7.084	7.332	7.478
DSO	42	42	42	42	42	42	42
Zalihe	2.531	2.544	2.612	2.701	2.768	2.849	2.906
DIO	36	36	36	36	36	36	36
Obveze prema dobavljačima	(4.250)	(5.129)	(5.266)	(5.447)	(5.581)	(5.744)	(5.859)
DPO	73	73	73	73	73	73	73
Radni kapital iz poslovanja	4.753	3.802	3.927	4.066	4.271	4.436	4.525
% prihoda od prodaje	8,5%	6,9%	6,9%	6,9%	7,0%	7,0%	7,0%
CCC	5	5	5	5	5	5	5
Ostala potraživanja	392	387	398	412	429	444	453
Dani naplate	3	3	3	3	3	3	3
Ostale obveze	(2.392)	(2.210)	(2.268)	(2.347)	(2.419)	(2.517)	(2.567)
Dani plaćanja	25	25	25	25	25	25	25
Usklađeni Neto radni kapital	2.753	1.978	2.057	2.131	2.280	2.363	2.410
% prihoda od prodaje	4,9%	3,6%	3,6%	3,6%	3,7%	3,7%	3,7%
Promjena na Neto radnom kapitalu		775	(79)	(74)	(149)	(83)	(47)

Izvor: Postupci ograničenog financijskog dubinskog snimanja društva ZP Klara d.d. na 31.12.2025., informacije Menadžmenta

Radni kapital

- Usklađeni neto radni kapital na 31. prosinca 2025. iznosio je EUR 2.753t. Krajem 2026. očekuje se smanjenje neto radnog kapitala na iznos od EUR 1.978t, što je prvenstveno posljedica rasta troškova poslovanja i povezanog povećanja obveza prema dobavljačima.
- Pri izračunu radnog kapitala u projiciranom razdoblju primijenjene su pretpostavke temeljene na povijesnim razinama iz 2025. godine:
 - i) dani potraživanja od kupaca – **42**,
 - ii) dani vezivanja zaliha – **36**,
 - iii) dani plaćanja dobavljačima – **73**.
- Ostale obveze primarno se odnose na obveze za plaće radnika i pripadajuće doprinose, koje se u pravilu podmiruju u roku od oko 25 dana. U projekcijama se očekuje zadržavanje takve dinamike plaćanja i u budućim razdobljima, u skladu s dosadašnjom praksom Društva.

Kapitalna ulaganja u projiciranom razdoblju prvenstveno se odnose na održavanje postojećeg stanja materijalne imovine Društva.



Izvor: Menadžment društva ZP Klara d.d., PwC analiza

- Kapitalna ulaganja u periodu od 2027P do 2030P su procijenjena na razini od 3,9% ukupnih prihoda od prodaje, što odgovara medijanu usporedivih društva u Hrvatskoj, a odnose se na obnovu dotrajale opreme. Prema informacijama Menadžmenta predviđena ulaganja odnose se isključivo na održavanje i smatraju se dovoljnim za ostvarivanje poslovnog plana.
- Društvo na dan 31.12.2025 ima ugovorena kapitalna ulaganja za 2026. u iznosu od EUR 1.071 tisuća za nabavke osnovnih sredstava koja su već dio usklađenog neto duga zbog čega je izostavljen u kalkulaciji novčanih tokova.
- U rezidualnom razdoblju je pretpostavljen udio CapEx-a u prihodima od prodaje na razini od 3,9%, što odgovara medijanu usporedivih društva u Hrvatskoj.

Fer vrijednost jedne dionice temeljem metode diskontiranih novčanih tokova – Zagrebačke pekare Klara

Diskontirani novčani tokovi - Zagrebačke pekare Klara d.d.

EUR 000	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	Rezidualni period
Prihodi od prodaje	55.303	56.980	58.975	61.335	63.481	64.751
Ostali poslovni prihodi	1.288	1.150	1.100	1.100	1.200	1.224
Ukupni operativni prihodi	56.591	58.130	60.075	62.435	64.681	65.975
Materijalni troškovi	(21.029)	(21.577)	(22.344)	(22.877)	(23.553)	(24.024)
Troškovi osoblja	(18.370)	(18.950)	(19.500)	(20.507)	(21.050)	(21.471)
Ostali troškovi	(11.795)	(12.102)	(12.510)	(13.050)	(13.825)	(14.102)
Ukupni operativni troškovi	(51.194)	(52.629)	(54.354)	(56.434)	(58.428)	(59.597)
EBITDA	5.397	5.501	5.721	6.001	6.253	6.378
EBITDA marža (%)	9,8%	9,7%	9,7%	9,8%	9,9%	9,9%
Amortizacija	(3.207)	(3.240)	(3.140)	(3.090)	(3.040)	(2.551)
EBIT	2.190	2.261	2.581	2.911	3.213	3.827
EBIT marža (%)	4,0%	4,0%	4,4%	4,7%	5,1%	5,9%
Porez na dobit	(394)	(407)	(465)	(524)	(578)	(689)
NOPAT	1.796	1.854	2.116	2.387	2.635	3.138
(+) Amortizacija	3.207	3.240	3.140	3.090	3.040	2.551
(+/-) Promjena u neto radnom kapitalu	775	(79)	(74)	(149)	(83)	(47)
(-) Kapitalna ulaganja	(1.108)	(2.245)	(2.324)	(2.417)	(2.501)	(2.551)
Slobodni novčani tok	4.670	2.770	2.859	2.911	3.091	3.091
Diskontni period (u godinama)	0,50	1,50	2,50	3,50	4,50	4,50
Diskontni faktor	0,95	0,87	0,79	0,71	0,65	0,65
Sadašnja vrijednost slobodnih novčanih tokova	4.451	2.399	2.248	2.080	2.006	24.822
Vrijednost poslovanja - Zagrebačke pekare Klara						38.006

100% vrijednost poslovanja	38.006
Neto novac/(dug) na 31.12.2025.	5.186
Tržišna vrijednost 11,51% udjela u društvu Trgovina Krk d.d.	11.951
Tržišna vrijednost 100% kapitala Društva na 31.12.2025.	55.143
Broj izdanih dionica	517.947
Tržišna cijena po dionici (EUR) Društva na 31.12.2025.	106,46

Elaborat o procjeni tržišne vrijednosti jedne dionice društva Zagrebačke pekare Klara d.d.

PwC

- Zbrajanjem 100% vrijednosti poslovanja te usklađenog neto novca na 31.12.2025. i fer vrijednosti 11,51% dionica u društvu Trgovina Krk d.d. dolazimo do fer vrijednosti 100% kapitala Društva u iznosu od **EUR 55.143 tisuće** odnosno do fer vrijednosti jedne dionice od **EUR 106,46**.

Izvor: Menadžment društva ZP Klara, PwC analiza

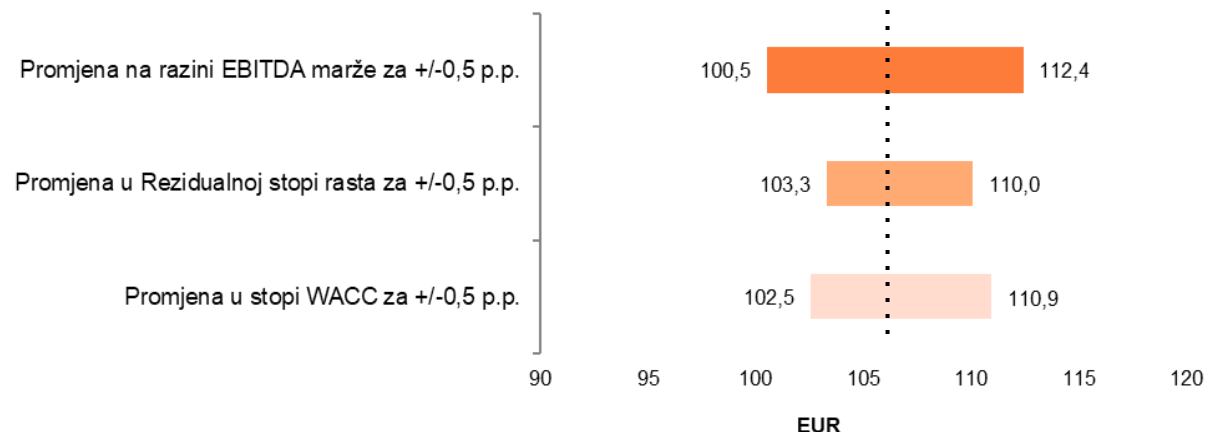
- Za izračun vrijednosti poslovanja društva Zagrebačke pekare Klara d.d. koristili smo metodu diskontiranih novčanih tokova (DCF metodu), odnosno dohodovni pristup.
- Vrijednost poslovanja izračunata je kao zbroj:
 - 1 Sadašnje vrijednosti slobodnih novčanih tokova u projiciranom razdoblju od siječnja 2026P do prosinca 2030P.
 - 2 U rezidualnom periodu, primijenjena je stopa terminalnog rasta od 2,0%, što je u skladu s očekivanom dugoročnom stopom inflacije u Republici Hrvatskoj (prema projekcijama S&P-a).
- Slobodni novčani tokovi diskontirani su prosječnom ponderiranom stopom troška kapitala od 10,08%. Više informacija nalazi se u Dodacima ovog izvještaja
- U rezidualnom periodu, iznos troška amortizacije je izjednačen s iznosom CapEx-a.
- Za potrebe analize vrijednosti, pretpostavljeno je da su novčani tokovi ravnomjerno raspoređeni tijekom cijele godine, stoga su diskontni periodi prilagođeni tako da se diskontiraju na sredini godine (*mid-year adjustment*).

27. travnja 2026.

Indikativna fer vrijednost jedne dionice društva Zagrebačke pekare Klara najosjetljivija je na kretanje EBITDA marže

- Analiza osjetljivosti rađena je u svrhu identificiranja kritičnih (najosjetljivijih) parametara koji utječu na mogući indikativni raspon fer vrijednosti jedne dionice društva ZPK na datum analize vrijednosti.
- Kao rezultat, rast/pad svakog ključnog pokretača je bio uzet u obzir, a kao što je prikazano u grafu.
- Neizvjesnost budućeg poslovanja u pravilu predstavlja rizik za društvo. Nakon što se identificiraju ključni rizici, simulacijskim modelom mogu se kvantificirati učinci pojedinih rizika kao i kombinacija dva ili više različitih rizika. Prilikom takve kvantifikacije koristi se analiza scenarija koja, u teoriji, prikazuje vjerojatnosti nastanka i kvantificirani učinak svakog od mogućih scenarija. Međutim, u praksi, primjena takvih kompleksnih modela nije nužna, već sama analiza osjetljivosti daje zadovoljavajuću predodžbu utjecaja potencijalnog rizika na projicirane novčane tokove, a samim time i na indikativnu tržišnu vrijednost.

Analiza osjetljivosti - Zagrebačke pekare Klara



Izvor: PwC analiza

Pregled dobivenih rezultata analize

- Uzevši u obzir dobivene informacije, provedene analize, pretpostavke Menadžmenta i metodologiju dohodovnog pristupa, mogući indikativni raspon fer vrijednosti jedne dionice društva Zagrebačke pekare Klara na dan 31. prosinca 2025. godine kretao bi se od

EUR 100,5 do EUR 112,4
sa srednjom točkom raspona od **EUR 106,5.**

Prikaz indikativnog raspona fer vrijednosti jedne dionice društva Zagrebačke pekare Klara metodom usporedivih društava

Usporediva društva - Zagrebačke pekare Klara

EUR u 000	EV/ EBITDA
Tržišni multiplikator	
Medijan	7,5x
Prosjek	7,0x
Usklađena EBITDA 2025	5.426
100% vrijednosti društva (EV)	
Medijan	40.926
Prosjek	38.202
Prilagođeno za:	
Neto novac / (dug) na 31.12.2025.	5.186
Tržišna vrijednost 11,51% udjela u društvu Trgovina Krk d.d.	11.951
100% vrijednosti kapitala društva	
Medijan	58.063
Prosjek	55.339
<i>Ukupan broj izdanih dionica</i>	<i>517.947</i>
Fer vrijednost po dionici ZP Klare (EUR)	
Medijan	112,1
Prosjek	106,8

Izvor: Menadžment društva ZPK, S&P Capital IQ, PwC analiza

- Mogući indikativni raspon fer vrijednosti poslovanja društva analiziran je množenjem tržišnih multiplikatora s odgovarajućom vrijednosti, a korištena je usklađena pro-forma EBITDA na temelju ograničenog financijskog dubinskog snimanja na 31.12.2025.
- Tako dobivenu vrijednost društva (EV) uvećali za neto novac i 11,51% vrijednosti dionica u Trgovini Krk na datum procjene kako bismo došli do vrijednosti 100% kapitala društva (EqV).
- Nakon napravljenih usklada, vrijednost 100% kapitala društva dobivena metodom usporedivih društava nalazi se u rasponu od EUR 55,3m (kao donja vrijednost dobivena korištenjem prosjeka prilagođenih EV/EBITDA multiplikatora) do EUR 58,1m (kao gornja vrijednost dobivena korištenjem medijana prilagođenih EV/EBITDA multiplikatora).
- Imajući u vidu da Ciljno društvo ima 517.947 izdanih dionica, indikativna fer vrijednost jedne dionice Ciljnog društva metodom usporedivih društava nalazi se u rasponu od **EUR 106,8** (kao donja vrijednost dobivena korištenjem prosjeka prilagođenih EV/EBITDA multiplikatora) do **EUR 112,1** (kao gornja vrijednost dobivena korištenjem medijana prilagođenih EV/EBITDA multiplikatora).
- **Napominjemo da je dohodovni pristup primaran za analizu vrijednosti društva. Tržišni pristup je, zbog svojih ograničenja, korišten kao suplementarna metoda i rezultati na temelju tržišnog pristupa su prikazani samo u ilustrativne svrhe.**

Prikaz indikativnog raspona fer vrijednosti jedne dionice društva Zagrebačke pekare Klara metodom usporedivih transakcija

Usporedive transakcije - Zagrebačke pekare Klara

EUR u 000	EV/ EBITDA
Tržišni multiplikator	
Medijan	7,2x
Prosjek	7,6x
Usklađena EBITDA 2025	
100% vrijednosti društva (EV)	
Medijan	39.033
Prosjek	41.072
Prilagođeno za:	
Neto novac / (dug) na 31.12.2025.	5.186
Tržišna vrijednost 11,51% udjela u društvu Trgovina Krk d.d.	11.951
100% vrijednosti kapitala društva	
Medijan	56.170
Prosjek	58.210
Ukupan broj izdanih dionica	517.947
Fer vrijednost po dionici ZP Klare (EUR)	
Medijan	108,4
Prosjek	112,4

Izvor: Menadžment društva ZPK, S&P Capital IQ, PwC analiza

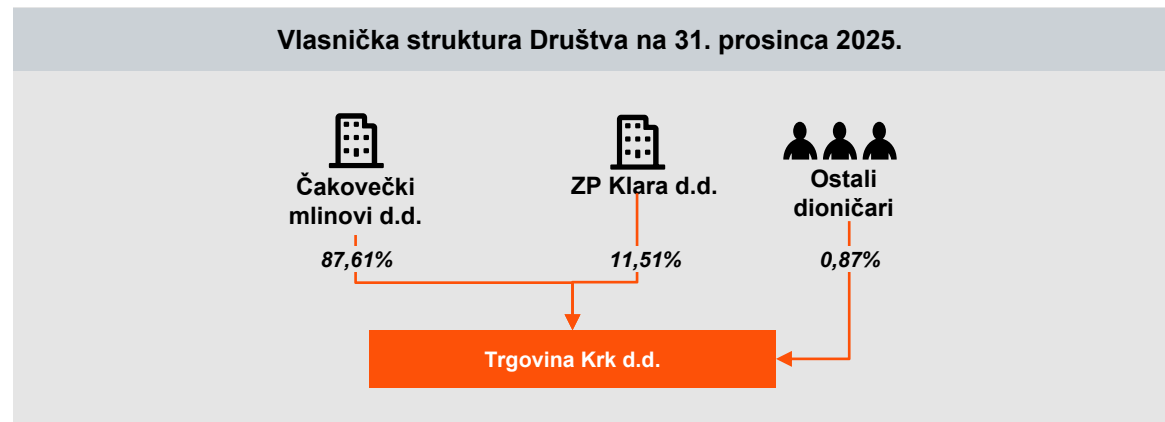
- Mogući indikativni raspon fer vrijednosti poslovanja društva analiziran je množenjem tržišnih multiplikatora s odgovarajućom vrijednosti, a korištena je usklađena pro-forma EBITDA na temelju ograničenog financijskog dubinskog snimanja na 31.12.2025.

- Tako dobivenu vrijednost društva (EV) uvećali za neto novac i 11,51% vrijednosti dionica u Trgovini Krk na datum procjene kako bismo došli do vrijednosti 100% kapitala društva (EqV).
- Nakon napravljenih usklada, vrijednost 100% kapitala društva dobivena metodom usporedivih transakcija nalazi se u rasponu od EUR 56,2m (kao donja vrijednost dobivena korištenjem medijana prilagođenih EV/EBITDA multiplikatora) do EUR 58,2m (kao gornja vrijednost dobivena korištenjem prosjeka prilagođenih EV/EBITDA multiplikatora).
- Imajući u vidu da Ciljno društvo ima 517.947 izdanih dionica, indikativna fer vrijednost jedne dionice Ciljnog društva metodom usporedivih transakcija nalazi se u rasponu od **EUR 108,4** (kao donja vrijednost dobivena korištenjem medijana prilagođenih EV/EBITDA multiplikatora) do **EUR 112,4** (kao gornja vrijednost dobivena korištenjem prosjeka prilagođenih EV/EBITDA multiplikatora).
- Obzirom da su se navedene usporedive transakcije odvijale u prošlosti, dijelom i prije početka izbijanja pandemije COVID-19 i rata u Ukrajini, nismo u mogućnosti utvrditi koji bi efekt COVID-19 imao na multiplikatore transakcija da su se iste odvijale u vrijeme datuma analize vrijednosti. Obzirom na navedeno ograničenje i što su se same transakcije odvijale u drugačijim tržišnim uvjetima, navedene rezultate analize smatramo manje relevantnima.
- Stoga napominjemo da je dohodovni pristup primaran za analizu vrijednosti društva. Tržišni pristup je, zbog svojih ograničenja, korišten kao suplementarna metoda i rezultati na temelju tržišnog pristupa su prikazani samo u ilustrativne svrhe.**

4

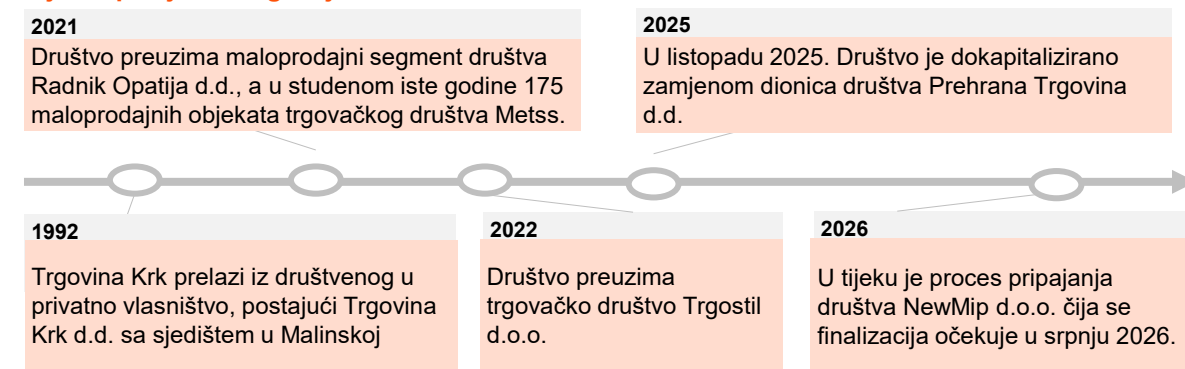
Analiza tržišne vrijednosti 11,51% kapitala društva Trgovina Krk d.d.

Pregled društva Trgovina Krk d.d.



Izvor: Revidirani financijski izvještaji, web stranica Društva i AZTN izvještaj

Ključni povijesni događaji



Maloprodajne lokacije Društva

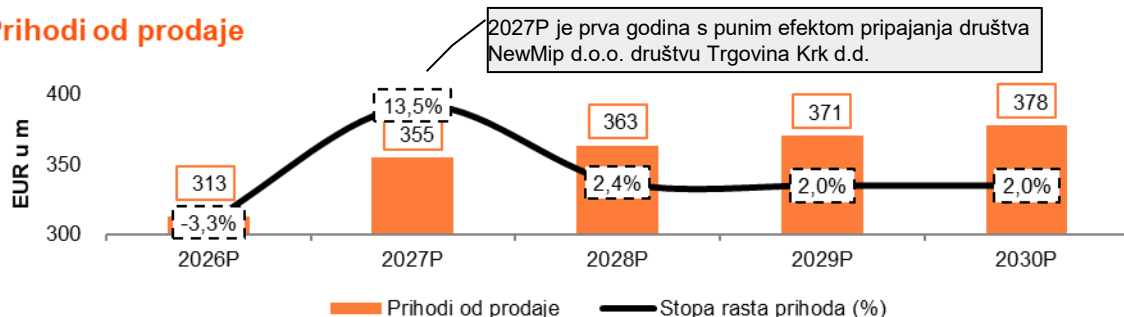


Poslovni plan predviđa rast prihoda od prodaje po složenoj godišnjoj stopi rasta od 4,9% u razdoblju od 2026P do 2030P, uz stabilnu EBITDA maržu na razini od 5,8%. (1/2)

Poslovni plan - Trgovina Krk d.d.

EUR u 000	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Prihod od prodaje robe	312.669	354.733	363.396	370.664	378.077
Trošak prodane robe (COGS)	(235.570)	(263.260)	(269.278)	(274.664)	(280.157)
Bruto dobit	77.099	91.473	94.118	96.000	97.920
<i>Bruto marža %</i>	24,7%	25,8%	25,9%	25,9%	25,9%
Ostali poslovni prihodi	35.570	36.750	37.652	38.405	39.173
Troškovi sirovina i materijala	(8.713)	(9.771)	(9.994)	(10.194)	(10.398)
Trošak zaposlenih	(56.036)	(64.536)	(66.472)	(67.802)	(69.158)
Ostali troškovi	(29.344)	(33.500)	(34.100)	(35.000)	(35.700)
Operativni troškovi (OPEX)	(94.094)	(107.807)	(110.566)	(112.996)	(115.256)
EBITDA	18.575	20.416	21.203	21.409	21.837
<i>EBITDA marža</i>	5,9%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%
Amortizacija	(9.347)	(8.930)	(8.667)	(8.536)	(8.329)
EBIT	9.228	11.486	12.536	12.873	13.509
<i>EBIT marža</i>	3,0%	3,2%	3,4%	3,5%	3,6%

Prihodi od prodaje



Izvor: Informacije Menadžmenta

Pretpostavke poslovnog plana

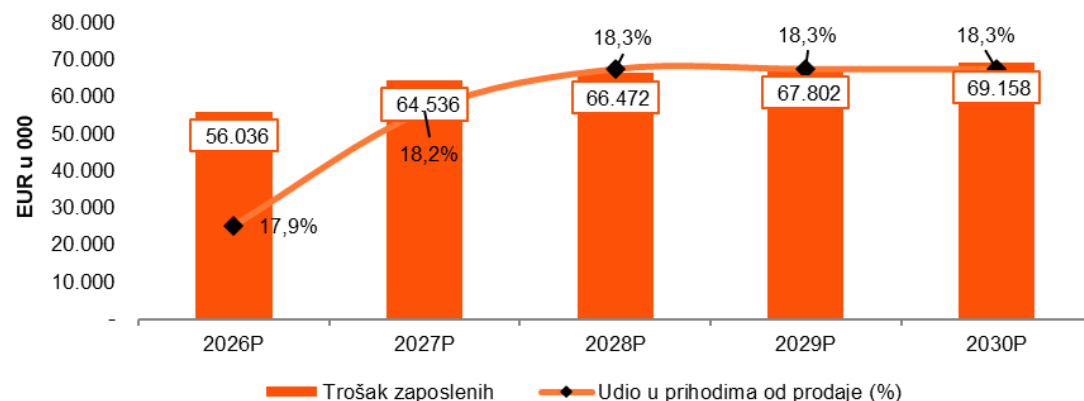
- Skrećemo pozornost da se analiza fer vrijednosti 11,51% dionica društva Trgovina Krk d.d. na 31.12.2025. izradila na temelju informacije Menadžmenta o planiranom pripajanju društva NewMip d.o.o. društvu Trgovina Krk d.d. s 1. srpnja 2026. Slijedom navedenog, prezentirani poslovni plan odnosi se poslovanje društva Trgovina Krk d.d. s uključenim poslovanjem društva NewMip d.o.o. od druge polovice 2026.

Prihodi od prodaje

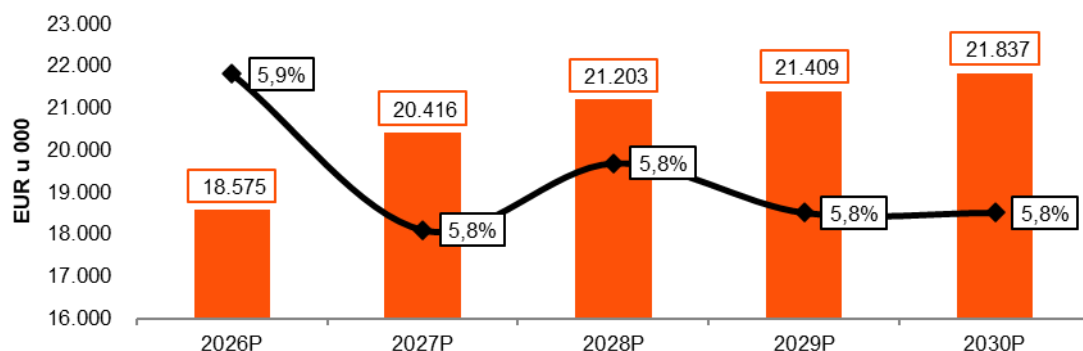
- Prema našem razumijevanju, Menadžment tijekom 2026. godine planira zatvaranje dijela manje profitabilnih dućana. Riječ je o prodavaonicama koje su u prethodnim razdobljima ostvarivale približno 5% prihoda od prodaje društva Trgovina Krk d.d., oko 1% prihoda od prodaje društva Prehrana Trgovina d.d. (pripojeno Trgovini Krk d.d. tijekom 2025.) te manje od 1% prihoda od prodaje društva NewMip d.o.o., pri čemu se očekuje pozitivan učinak na ukupnu profitabilnost (objedinjenog poslovanja) Trgovine Krk.
- Istodobno, planirana su otvaranja novih dućana većih prodajnih površina u odnosu na postojeće, s ciljem optimizacije troškova i povećanja učinkovitosti. U projekcijama rasta prihoda dodatno su ugrađena očekivanja Menadžmenta o nastavku pozitivnih trendova u turizmu te posljedičnom rastu potrošnje turista u maloprodajnim objektima Trgovine Krk d.d., što bi se trebalo odraziti na rezultate u projekcijskom periodu.
- Planirano poslovanje NewMip-a temelji se na nastavku rasta postojećeg poslovanja, kao i planiranim preuzimanjima manjih lokalnih trgovina u skladu s dosadašnjom dinamikom. U županijama u kojima NewMip posluje je relativno niža prisutnost ostalih vodećih maloprodajnih lanaca zbog velikog broja manjih mjesta s manjom populacijom koja je navikla na kupovinu osnovnih namirnica u lokalnom mjesnom dućanu.

Poslovni plan predviđa rast prihoda od prodaje po složenoj godišnjoj stopi rasta od 4,9% u razdoblju od 2026P do 2030P, uz stabilnu EBITDA maržu na razini od 5,8%. (2/2)

Trošak zaposlenih



EBITDA i EBITDA marža



Izvor: Informacije Menadžmenta

EBITDA EBITDA marža (%)

Ostali poslovni prihodi

- Ostali poslovni prihodi uglavnom se odnose na prihode od super-rabata, odnosno bonuse dobavljača, koji u prosjeku čine 4% ukupnih poslovnih prihoda.

Operativni troškovi

- Ključni pokretač rasta operativnih troškova u poslovnom planu jesu troškovi zaposlenih. Očekuje se njihov rast prvenstveno zbog povećanja zakonske minimalne plaće, pri čemu je približno 80% zaposlenika trenutno na minimalcu, što ovu Vladinu mjeru čini izrazito značajnim faktorom za ukupnu razinu troškova rada. Dodatno, na rast troškova zaposlenih utjecat će i planirano zapošljavanje novih radnika.

EBITDA

- Za 2026. godinu projicirana je EBITDA od EUR 18,6m te EBITDA marža od 5,9%. U ostatku projekcijskog razdoblja, Menadžment očekuje stabilnu razinu profitabilnosti na razini EBITDA marže od 5,8% unatoč pritisku rasta troškova zaposlenih, temeljem:
 - racionalizacije prodajne mreže (zatvaranje manje profitabilnih trgovina i otvaranje profitabilnijih lokacija);
 - boljih komercijalnih uvjeta s dobavljačima i povećanja udjela profitabilnijeg uvoznog asortimana;
 - pozitivnih sinergijskih učinaka pripajanja društva Prehrana Trgovina d.d. (operativne sinergije, racionalizacija troškova).
- Planirana EBITDA u 2026. godini u skladu je s očekivanim sinergijama, racionalizacijom mreže i daljnjim učinkom rasta minimalne plaće. Projekcije pretpostavljaju značajniji rast prihoda i troškova u 2027. godini, nakon čega se očekuje umjeren rast prihoda i kontrolirani rast troškova u ostatku projekcijskog razdoblja.

Projicirani neto radni kapital kretat će se proporcionalno prihodima od prodaje, s prosječnim udjelom od 3,6%.

Neto radni kapital

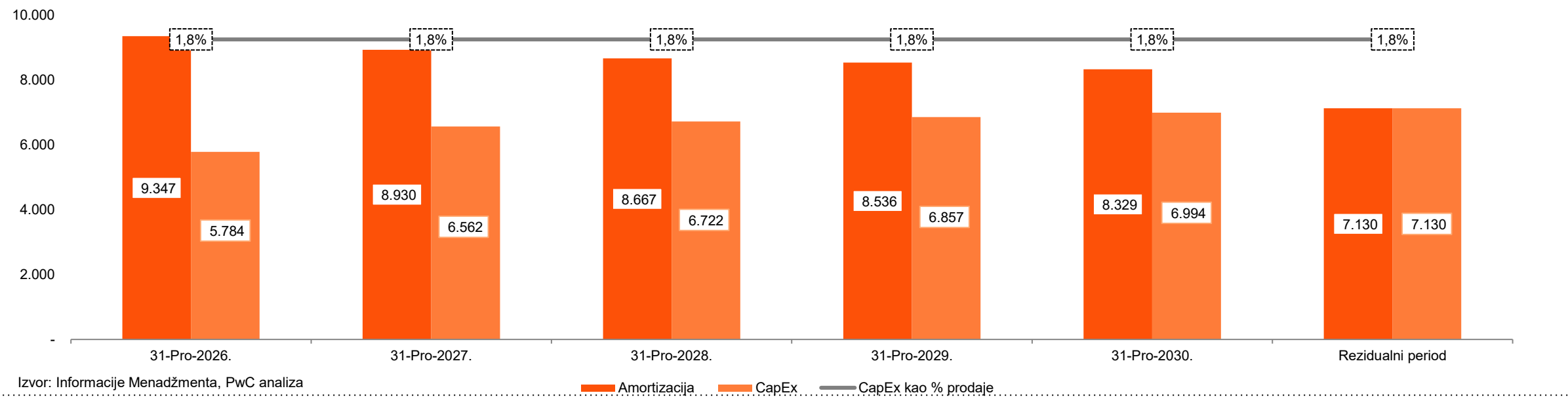
EUR u 000	31.pro.25 Pro-forma konsolidirano	31.pro.26	31.pro.27	31.pro.28	31.pro.29	31.pro.30	Rezidualni period
Potraživanja od kupaca	8.224	7.952	9.022	9.217	9.428	9.616	9.808
DSO	9	9	9	9	9	9	
Zalihe	33.607	33.368	37.295	38.043	38.910	39.689	40.482
DIO	50	50	50	50	50	50	
Obveze prema dobavljačima	(20.391)	(20.576)	(23.050)	(23.501)	(24.053)	(24.534)	(25.024)
DPO	27	27	27	27	27	27	
Radni kapital iz poslovanja	21.440	20.744	23.267	23.760	24.285	24.771	25.266
% prihoda od prodaje	6,6%	6,6%	6,6%	6,5%	6,6%	6,6%	6,6%
CCC	32	32	32	32	32	32	
Ostala potraživanja	844	816	926	946	967	986	1.006
Dani naplate	1	1	1	1	1	1	
Ostale obveze	(10.109)	(9.964)	(11.440)	(11.704)	(11.997)	(12.236)	(12.481)
Dani naplate	43	43	43	43	43	43	
Usklađeni Neto radni kapital	12.174	11.597	12.752	13.001	13.256	13.521	13.791
% prihoda od prodaje	3,8%	3,7%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%
Promjena neto radnog kapitala		577	(1.155)	(249)	(255)	(265)	(270)

Izvor: Informacije Menadžmenta, PwC analiza

- Pro-forma konsolidirani podaci na 31.12.2025. dobiveni su agregiranjem stavki neto radnog kapitala društava Trgovina Krk d.d. i društva NewMip d.o.o. od druge polovice 2026., kada bude pripojen društvu Trgovina Krk d.d. Konsolidirani podaci isključuju međusobna potraživanja i obveze između društava.
- Smanjenje očekivane razine neto radnog kapitala u 2026. godini u odnosu na 2025. godinu odražava projicirana kretanja prodaje.
- Pri izračunu radnog kapitala u projiciranom razdoblju korišteni su dani radnog kapitala iz 2025. godine kako slijedi:
 - i) Dani potraživanja od kupaca – 9,
 - ii) Dani vezivanja zaliha – 50,
 - iii) Dani plaćanja dobavljačima – 27.

Kapitalna ulaganja u 2026. godini prvenstveno se odnose na planirana ulaganja u opremanje i renoviranje 10-tak dućana, ugradnju uređaja za otkup ambalaže te popravke zbog dotrajalosti.

Projicirana ulaganja (CapEx) i amortizacija dugotrajne imovine



- U razdoblju projekcija (od 2026P do 2030P) te u rezidualnom periodu, godišnja kapitalna ulaganja su procijenjena na 1,8% ukupnih prihoda od prodaje prema informacijama Menadžmenta, a odnose se na obnovu dotrajale opreme te ulaganje u renoviranje trgovina.

Fer vrijednost 11,51% dionica Trgovine Krk d.d. temeljem metode diskontiranih novčanih tokova

EUR u 000	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	Rezidualni period
Prihodi od prodaje	312.669	354.733	363.396	370.664	378.077	385.449
Ostali poslovni prihodi	35.570	36.750	37.652	38.405	39.173	39.937
Operativni prihodi	348.239	391.483	401.048	409.068	417.250	425.386
Materijalni troškovi	(244.284)	(273.031)	(279.272)	(284.858)	(290.555)	(296.221)
Troškovi osoblja	(56.036)	(64.536)	(66.472)	(67.802)	(69.158)	(70.506)
Ostali troškovi	(29.344)	(33.500)	(34.100)	(35.000)	(35.700)	(36.396)
Operativni troškovi	(329.664)	(371.067)	(379.844)	(387.659)	(395.412)	(403.123)
EBITDA	18.575	20.416	21.203	21.409	21.837	22.263
EBITDA marža (%)	5,9%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%
Amortizacija	(9.347)	(8.930)	(8.667)	(8.536)	(8.329)	(7.131)
EBIT	9.228	11.486	12.536	12.873	13.509	15.132
EBIT marža (%)	3,0%	3,2%	3,4%	3,5%	3,6%	3,9%
Porez na dobit	18,0%	(1.661)	(2.068)	(2.256)	(2.317)	(2.432)
NOPAT	7.567	9.419	10.279	10.556	11.077	12.409
(+) Amortizacija	9.347	8.930	8.667	8.536	8.329	7.131
(+/-) Promjena u neto radnom kapitalu	577	(1.155)	(249)	(255)	(265)	(264)
(-) Kapitalna ulaganja	(5.784)	(6.562)	(6.722)	(6.857)	(6.994)	(7.131)
Slobodni novčani tok	11.707	10.631	11.975	11.981	12.147	12.145
Diskontni period (u godinama)	0,50	1,50	2,50	3,50	4,50	4,50
Diskontni faktor	11,0%	0,95	0,86	0,77	0,69	0,63
Sadašnja vrijednost slobodnih novčanih tokova	11.112	9.091	9.225	8.315	7.595	83.906
Vrijednost poslovanja - Trgovina Krk d.d.						129.243

100% vrijednost poslovanja	129.243
Usklađeni neto novac/(dug) na 31.12.2025.	4.215
Vrijednost 100% udjela u kapitalu (equity value)	133.458
DLoC	(22,2%)
Vrijednost 100% udjela u kapitalu (equity value), nakon DLoC	103.830
Vrijednost 11,5% udjela u kapitalu (equity value), nakon DLoC	11.951

Izvor: Menadžment društva Trgovina Krk i NewMip, PwC analiza

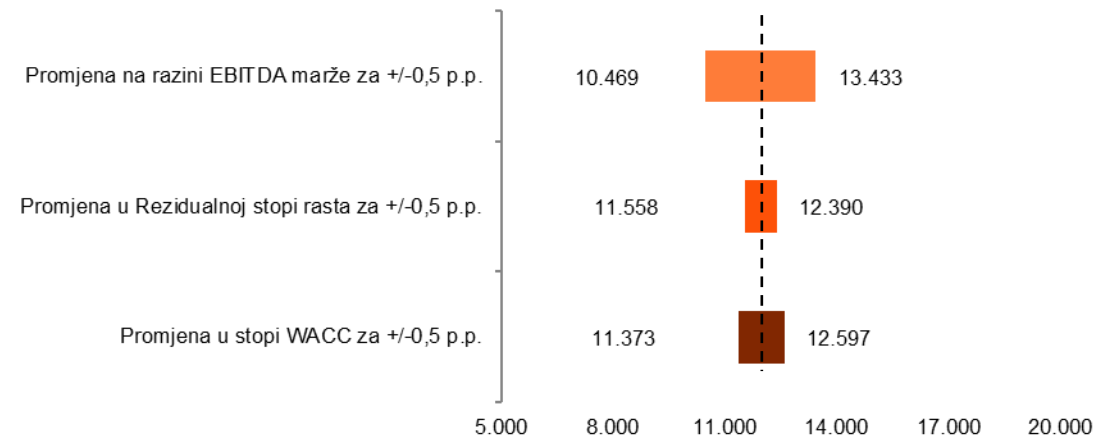
- 1 Za izračun vrijednosti poslovanja društva Trgovina Krk koristili smo metodu diskontiranih novčanih tokova (DCF metodu), odnosno dohodovni pristup te na temelju poslovnog plana koji pretpostavlja završetak procesa pripajanja društva NewMip d.o.o. 1. srpnja 2026.
- 2 Vrijednost poslovanja izračunata je kao zbroj:
 - Sadašnje vrijednosti slobodnih novčanih tokova u projiciranom razdoblju od siječnja 2026. do prosinca 2030.
 - U rezidualnom periodu, primijenjena je stopa terminalnog rasta od 2,0%, što je u skladu s očekivanom dugoročnom stopom inflacije u Republici Hrvatskoj (prema projekcijama S&P-a).
- Slobodni novčani tokovi diskontirani su prosječnom ponderiranom stopom troška kapitala od 11,0%. Više informacija nalazi se u Dodacima ovog Izvješćaja
- U rezidualnom periodu, iznos troška amortizacije je izjednačen s iznosom CapEx-a.
- Za potrebe analize vrijednosti, pretpostavljeno je da su novčani tokovi ravnomjerno raspoređeni tijekom cijele godine, stoga su diskontni periodi prilagođeni tako da se diskontiraju na sredini godine (mid-year adjustment).

- Pro-forma konsolidirani neto dug na 31.12.2025. u iznosu od EUR 19.6 milijuna, usklađen je za tržišnu vrijednost 25% udjela u društvu NTL, dugotrajnu imovinu namijenjenu prodaji, ostala ulaganja u dionice te stavke neto radnog kapitala koje po svojoj prirodi predstavljaju neto dug. Nakon provedenih indikativnih usklada u ukupnom iznosu od EUR 23,9 milijuna, Društvo Trgovina Krk d.d. na dan 31. prosinca 2025. bilježi **neto novac** u iznosu od **EUR 4,2 milijuna**. Više detalja dostupno je u Dodacima ovog Izvješćaja.
- Dodavanjem usklađenog neto novca na 31.12.2025. dolazimo do 100% vrijednosti kapitala u iznosu od **EUR 133,5 milijuna**. Vrijednost predmetnog udjela od 11,51% u društvu Trgovina Krk d.d. izračunata je uz primjenu diskonta za manjak kontrole (DLoC), te iznosi **EUR 11,9 milijuna**.

Indikativna fer vrijednost 11,51% dionica društva Trgovina Krk je najosjetljivija na kretanje EBITDA marže

- Analiza osjetljivosti rađena je u svrhu identificiranja kritičnih (najosjetljivijih) parametara koji utječu na mogući indikativni raspon fer vrijednosti 11,51% dionica društva Trgovina Krk d.d. na datum analize vrijednosti.
- Kao rezultat, rast/pad svakog ključnog pokretača je bio uzet u obzir, a kao što je prikazano u grafu.
- Neizvjesnost budućeg poslovanja u pravilu predstavlja rizik za društvo. Nakon što se identificiraju ključni rizici, simulacijskim modelom mogu se kvantificirati učinci pojedinih rizika kao i kombinacija dva ili više različitih rizika. Prilikom takve kvantifikacije koristi se analiza scenarija koja, u teoriji, prikazuje vjerojatnosti nastanka i kvantificirani učinak svakog od mogućih scenarija. Međutim, u praksi, primjena takvih kompleksnih modela nije nužna, već sama analiza osjetljivosti daje zadovoljavajuću predodžbu utjecaja potencijalnog rizika na projicirane novčane tokove, a samim time i na indikativnu tržišnu vrijednost.

Analiza osjetljivosti - Trgovina Krk



Pregled dobivenih rezultata analize

- Uzevši u obzir dobivene informacije, provedene analize, pretpostavke Menadžmenta i metodologiju dohodovnog pristupa, mogući indikativni raspon fer vrijednosti 11,51% dionica društva Trgovina Krk na dan 31. prosinac 2025. godine kretao bi se od

EUR 10,5 milijuna do EUR 13,4 milijuna
sa srednjom točkom raspona od **EUR 11,9 milijuna.**

Prikaz indikativnog raspona fer vrijednosti 11,51% dionica društva Trgovina Krk metodom usporedivih društava

Usporediva društva

EUR u 000	EV/ EBITDA
Tržišni multiplikator	
Medijan	7,8x
Prosjek	8,6x
Prilagođeno za:	
Kontrolna premija	28,5%
Tržišni multiplikator usklađen za kontrolu	
Medijan	10,0x
Prosjek	11,0x
EBITDA 2025	15.195
100% vrijednosti društva (EV)	
Medijan	152.451
Prosjek	167.540
Prilagođeno za:	
Neto novac / (dug) na 31.12.2025.	4.215
Vrijednost 100% kapitala društva (equity value)	
Medijan	156.666
Prosjek	171.754
DLoC	22,2%
Vrijednost 100% udjela u kapitalu (equity value), nakon DLoC	
Medijan	121.886
Prosjek	133.625
Vrijednost 11,51% kapitala društva (equity value), nakon DLoC	
Medijan	14.029
Prosjek	15.380

Izvor: Informacije Menadžmenta, S&P Capital IQ, PwC analiza

- Mogući indikativni raspon fer vrijednosti poslovanja društva analiziran je množenjem tržišnih multiplikatora s odgovarajućom vrijednosti, a korištena je agregirana EBITDA koju su u 2025. godini ostvarila društava Trgovina Krk d.d., Prehrana trgovine d.d. (kao da je bila pripojena društvu Trgovina Krk od 1.1.2025.) te društvo NewMip d.o.o. Multiplikatori su dodatno prilagođeni za medijalnu kontrolnu premiju od 28,5% prema BVR Control premium Study za sektor maloprodaje.
- Tako dobivenu vrijednost društva (EV) uvećali smo za iznos pro-forma usklađenog neto novca na datum procjene kako bismo došli do vrijednosti **100% kapitala društva** (EqV) u rasponu od **EUR 156,7m** (kao donja vrijednost dobivena korištenjem medijana prilagođenih EV/EBITDA multiplikatora) **do EUR 171,8m** (kao gornja vrijednost dobivena korištenjem prosjeka prilagođenih EV/EBITDA multiplikatora).
- Vrijednost **11,51% udjela u kapitalu društva** izračunata je kao manjinski udio nakon primjene diskonta za manjak kontrole (DLoC), te se nalazi u rasponu od **EUR 14,0m** do **EUR 15,4m**.
- Napominjemo da je dohodovni pristup primaran za analizu vrijednosti društva. Tržišni pristup je, zbog svojih ograničenja, korišten kao suplementarna metoda i rezultati na temelju tržišnog pristupa su prikazani samo u ilustrativne svrhe.

Prikaz indikativnog raspona fer vrijednosti 11,51% dionica društva Trgovina Krk metodom usporedivih transakcija

Usporedive transakcije

EUR u 000	EV/ EBITDA
Tržišni multiplikator	
Medijan	9,4x
Prosjek	9,7x
EBITDA 2025	15.195
100% vrijednosti društva (EV)	
Medijan	143.105
Prosjek	147.068
Prilagođeno za:	
Neto novac / (dug) na 31.12.2025.	4.215
Vrijednost 100% kapitala društva (equity value)	
Medijan	147.320
Prosjek	151.283
DLoC	22%
Vrijednost 100% udjela u kapitalu (equity value), nakon DLoC	
Medijan	114.615
Prosjek	117.698
Vrijednost 100% kapitala društva (equity value)	
Medijan	13.192
Prosjek	13.547

Izvor: Informacije Menadžmenta, S&P Capital IQ, PwC analiza

- Mogući indikativni raspon fer vrijednosti poslovanja društva analiziran je množenjem tržišnih multiplikatora s odgovarajućom vrijednosti, a korištena je agregirana EBITDA koju su u 2025. godini ostvarila društava Trgovina Krk d.d., Prehrana trgovine d.d. (kao da je bila pripojena društvu Trgovina Krk od 1.1.2025.) te društvo NewMip d.o.o. Multiplikatori su dodatno prilagođeni za medijalnu kontrolnu premiju od 28,5% prema BVR Control premium Study za sektor maloprodaje.
- Tako dobivenu vrijednost društva (EV) uvećali smo za iznos pro-forma usklađenog neto novca na datum procjene kako bismo došli do vrijednosti 100% kapitala društva (EqV) u rasponu od **EUR 147,3m** (kao donja vrijednost dobivena korištenjem medijana prilagođenih EV/EBITDA multiplikatora) **do EUR 151,3m** (kao gornja vrijednost dobivena korištenjem prosjeka prilagođenih EV/EBITDA multiplikatora).
- Vrijednost **11,51% udjela u kapitalu društva** izračunata je kao manjinski udio nakon primjene diskonta za manjak kontrole (DLoC), te se nalazi u rasponu od **EUR 13,2m do EUR 13,5m**.
- Obzirom da su se navedene usporedive transakcije odvijale u prošlosti, dijelom i prije početka izbijanja pandemije COVID-19 i rata u Ukrajini i na Bliskom istoku, nismo u mogućnosti utvrditi koji bi efekt imali na multiplikatore transakcija da su se iste odvijale u vrijeme datuma analize vrijednosti. Obzirom na navedeno ograničenje i što su se same transakcije odvijale u drugačijim tržišnim uvjetima, navedene rezultate analize smatramo manje relevantnima.
- **Stoga napominjemo da je dohodovni pristup primaran za analizu vrijednosti društva. Tržišni pristup je, zbog svojih ograničenja, korišten kao suplementarna metoda i rezultati na temelju tržišnog pristupa su prikazani samo u ilustrativne svrhe.**

5

Pregled usporedivih društava i transakcija po segmentima

Dobiveni multiplikatori društava u pekarskoj industriji su prilagođeni za razliku u veličini čime dolazimo do prilagođenog EV/EBITDA multiplikatora u rasponu od ~7,0x do ~7,5x

Usporediva društva - pekarstvo (prosječni podaci za zadnje 3 godine)

Br	Društvo	Država	Tržišna kapitalizacija (EqV)	Vrijednost društva (EV)	Prihodi	EBITDA	EBIT	EV / Prihodi	EV / EBITDA	EV / EBIT	EV / Prihodi	EV / EBITDA	EV / EBIT
											Multiplikatori usklađeni za razliku u veličini		
m EUR							m EUR	m EUR	m EUR	m EUR	Neobrađeni podaci		
1	Greggs plc	UK	2.805	3.103	2.328	311	220	1,3x	10,0x	14,1x	1,3x	8,9x	12,0x
2	ARYZTA AG	Švicarska	1.566	2.093	2.189	255	173	1,0x	8,2x	12,2x	0,9x	7,6x	10,9x
3	Poulaillon SA	Francuska	27	48	116	10	3	0,4x	4,2x	9,5x	0,4x	4,2x	9,5x
4	Loulis Food Ingredients S.A.	Grčka	54	100	205	15	10	0,5x	7,0x	10,9x	0,5x	7,0x	10,9x
5	Greencore Group plc	Irska	933	1.136	2.206	172	124	0,6x	8,3x	11,7x	0,6x	7,5x	10,2x
Medijan (Bazni uzorak)								0,6x	8,2x	11,7x	0,6x	7,5x	10,9x
Prosjek (Bazni uzorak)								0,8x	7,6x	11,7x	0,8x	7,0x	10,7x
6	Lotus Bakeries NV	Belgija	7.269	7.481	1.217	232	204	6,2x	32,6x	37,2x	5,7x	21,9x	23,9x
Medijan (Prošireni uzorak)								0,8x	8,3x	12,0x	0,8x	7,6x	10,9x
Prosjek (Prošireni uzorak)								1,7x	11,7x	15,9x	1,6x	9,5x	12,9x

Izvor: S&P Capital IQ, PwC analiza

- Napominjemo da se poduzeća u uzorku razlikuju s obzirom na veličinu (tržišnu kapitalizaciju) svojeg poslovanja te smo zbog toga prilagodili vrijednosti multiplikatora kako bi isključili razliku za veličinu poduzeća, iako razlika nije materijalna.
- Također, skrećemo pozornost na to da su vrijednosti medijana i prosjeka izračunate na temelju statističke analize interkvartilnog raspona, pri čemu su odstupajuće vrijednosti isključene. Za procjenu vrijednosti metodom usporedivih društava korišteni su multiplikatori iz baznog uzorka usklađeni za razliku u veličini.

Od 18 društava koja su bila u užem izboru, na temelju opisa poslovanja odabrano je 5 društva čiji je poslovni model relativno usporediv s Društvom. (1/2)

Društvo	Država	Industrija	Tržišna kapitalizacija (EURm)	Prihodi (EURm)	Komentar	Odabrano
Greggs PLC	U.K.	Pekarski proizvodi	1.954	2.466	Proizvodnja i maloprodaja pekarskih proizvoda (uključujući sendviče, deserte, ...)	Da
ARYZTA AG	Švicarska	Pekarski proizvodi	1.369	2.223	Proizvodnja i prodaja pekarskih proizvoda (uključujući slatke pekarske proizvode).	Da
Poulaillon S.A.	Francuska	Pekarski proizvodi	30	119	Proizvodnja pekarskih proizvoda (uključujući slatke pekarske proizvode).	Da
Loulis Food Ingredients S.A.	Grčka	Proizvodnja brašna i pekarski proizvodi	64	206	Proizvodnja brašna i pekarskih proizvoda.	Da
Greencore Group plc	Irska	Pekarski proizvodi i svježa hrana	1.259	2.233	Proizvodnja svježe hrane, uključujući kruh, deserte, salate, itd.	Da
Lotus Bakeries NV	Belgija	Energetske pločice i keksi	6.375	1.355	Proizvodnja energetske pločice i raznih vrsti keksa.	Ne
Finsbury Food Group PLC	U.K.	Pekarski proizvodi	n.d.	n.d.	Proizvodnja pekarskih proizvoda.	Ne
Tipiak Societe Anonyme	Francuska	Krušne mrvice i zamrznuti proizvodi	n.d.	n.d.	Proizvodnja krušnih mrvica, zamrznutih gotovih jela i grickalica.	Ne
Flour Mills Kepenos S.A.	Grčka	Proizvodnja brašna	n.d.	n.d.	Isključivo proizvodnja brašna.	Ne
PAULIC Meunerie SA	Francuska	Proizvodnja brašna i pekarskih proizvoda	5	18	Isključivo proizvodnja brašna.	Ne

Izvor: S&P Capital IQ, PwC analiza

Od 18 društava koja su bila u užem izboru, na temelju opisa poslovanja odabrano je 5 društva čiji je poslovni model relativno usporediv s Društvom. (2/2)

Društvo	Država	Industrija	Tržišna kapitalizacija (EURm)	Prihodi (EURm)	Komentar	Odabrano
Skane-mollan AB	Švedska	Proizvodnja brašna	60	22	Proizvodnja brašna i žitarica.	Ne
Ratar a.d Pancevo	Srbija	Proizvodnja brašna	1	n.d.	Nema dovoljno dostupnih podataka.	Ne
SC Morarit Panificatie Roman SA	Rumunjska	Proizvodnja brašna i pekarskih proizvoda	3	3	Ne zadovoljava kriterije za usporedna poduzeća	Ne
Flour Mills C. Sarantopoulos S.A.	Grčka	Proizvodnja brašna i žitarica	5	14	Ne zadovoljava kriterije za usporedna poduzeća	Ne
S.C. Boromir Prod S.A	Rumunjska	Proizvodnja brašna	n.d.	n.d.	Nema dovoljno dostupnih podataka	Ne
Patisserie Holdings plc	U.K.	Proizvodnja pekarskih proizvoda	n.d.	n.d.	Nema dovoljno dostupnih podataka	Ne
S.C. Moara Cibir S.A.	Rumunjska	Proizvodnja brašna i pekarskih proizvoda	23	51	Beta nije reprezentativna	Ne
Zitopek a.d.	Srbija	Proizvodnja pekarskih proizvoda	33	n.d.	Nema dovoljno dostupnih podataka	Ne

Izvor: S&P Capital IQ, PwC analiza

Najvažniji kriteriji kod odabira društava bila je usporedivost osnovne djelatnosti odnosno poslovnog modela. (1/2)

	ARYZTA AG	Greggs PLC	Loulis Food Ingredients S.A.
Kratki opis	ARYZTA AG pruža zamrznuta B2B rješenja za pečenje u Europi, Aziji, Australiji i Novom Zelandu. Nudi peciva, kolačiće, krafne, muffine, lepinje, krušne rolice i zanatske kruhove, slatke pečene proizvode i doručke, te slane i druge proizvode. Tvrtka također distribuira prehrambene proizvode. Opslužuje velike maloprodajne lance, trgovine mješovitom robom i neovisne maloprodajne trgovine, kao i restorane brze usluge i druge ugostiteljske kupce.	Greggs PLC aktivan je u segmentu pekarstva, u kojemu prodaje pekarske proizvode u Ujedinjenom Kraljevstvu. Nudi ponudu svježih i smrznutih pekarskih proizvoda, sendviča i pića. Tvrtka prodaje proizvode franšiznim i veleprodajnim partnerima, ali imaju i vlastita prodajna mjesta. Također je uključeno u poslove držanja imovine, netrgovačke poslove i poslove povjerenika. Tvrtka upravlja s približno 2200 trgovina i 375 franšiznih lokacija. Sjedište se nalazi u Newcastleu, Ujedinjeno Kraljevstvo.	Loulis Food Ingredients S.A. je dugogodišnji proizvođač sastojaka za pekarsku i slastičarsku industriju, s fokusom na opskrbu profesionalnih pekara, zanatskih proizvođača i prehrambene industrije u Grčkoj, Bugarskoj, ostatku Europske unije i međunarodno. Ključni dio poslovanja čine pekarska brašna, krupice te gotove mješavine za kruh, peciva i slastičarske proizvode, namijenjene kako premium zanatskom, tako i industrijskom pekarstvu. Društvo kroz specijalizirane brendove nudi mješavine za artisanal baking, proizvode za profesionalne pekare i konditore, kao i funkcionalne pekarske sastojke poput kvasaca, sourdough mješavina i dodataka.
Osnovano	2008. godine	1939. godine	1927. godine
Veličina (prihodi 31.12.2025.)	EUR 2.223m	EUR 2.466m	EUR 2.233m
Broj zaposlenika (prosjek)	~7.774	~33.000	~409
Glavni segmenti	Pekarstvo	Pekarstvo	Pekarstvo i mlinarstvo
Uključeno u uzorak	DA	DA	DA

Izvor: S&P Capital IQ, PwC analiza

Najvažniji kriteriji kod odabira društava bila je usporedivost osnovne djelatnosti odnosno poslovnog modela. (2/2)

	Greencore Group Plc	Poulaillon S.A.	Lotus Bakeries N.V.
Kratki opis	Greencore Group plc, zajedno sa svojim podružnicama, proizvodi i prodaje gotove prehrambene proizvode u Ujedinjenom Kraljevstvu i Irskoj. Društvo u svom portfelju nudi sendviče, rashlađene snack proizvode, rashlađena gotova jela, rashlađene quiche proizvode i ostalo. Osim toga, Društvo je uključeno u financijske aktivnosti, upravljanje mirovinskim fondovima, preradu hrane te poslovanje s nekretninama. Svoje proizvode isporučuje supermarketima, convenience i travel retail prodajnim mjestima, diskontima, kavanskim lancima, sektoru ugostiteljstva i ostalim maloprodajnim kanalima. Greencore Group plc osnovan je 1991. godine, a sjedište mu se nalazi u Dublinu, Irskoj.	Poulaillon S.A. proizvodi i prodaje smrznute pekarske i slastičarske proizvode u Francuskoj. Nudi kruh, peciva, sendviče, moricete, mignardise, entremete, kolače, itd. Također nudi i usluge cateringa. Sjedište se nalazi u Wittelsheimu u Francuskoj.	Lotus Bakeries proizvodi kekse i kolače, uključujući karamelizirane kolačiće, medenjake, specijalitete od kolača, vafle i peparkakor kekse, kao i energetske pločice, proteinske pahuljice, proteinske pločice s orašastim plodovima, itd. Tvrtka prodaje svoje proizvode pod brendovima Lotus Biscoff, Nakd, Trek, itd. Sjedište se nalazi u Lembekeu u Belgiji. Lotus Bakeries NV je podružnica Stichting Administratiekantoor van Aandelen Lotus Bakeries.
Osnovano	1991. godine	1973. godine	1932. godine
Veličina (prihodi 31.12.2025.)	EUR 2.233m	EUR 119m	EUR 1.355m
Broj zaposlenika (prosjek)	~13.300	~1.157	~4.150
Glavni segmenti	Pekarstvo i svježa hrana	Pekarstvo	Pekarstvo
Uključeno u uzorak	DA	DA	NE

Izvor: S&P Capital IQ, PwC analiza

EV/EBITDA multiplikatori iz usporedivih transakcija u sektoru pekarstva kreću se u rasponu od ~7,2x do ~7,6x.

Usporedive transakcije - pekarstvo

Datum	Društvo	Država	Vrijednost transakcije	Vrijednost društva (EV)	Prihodi	EBITDA	EBIT	EV / Prihodi	EV / EBITDA
			m EUR	m EUR	m EUR	m EUR	m EUR	Multiplikatori	
16.1.2026	Bakkavor Group plc	UK	1.779	2.094	2.695	204	141	0,79x	9,79x
16.11.2023	Finsbury Food Group Limited	UK	196	203	534	39	30	0,43x	5,76x
30.1.2023	Lees Foods Limited	UK	6	6	24	2	1	0,26x	6,33x
30.7.2021	RO.MAR. S.r.l.	Italija	25	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,44x	8,33x
31.5.2021	La Pizza +1 S.p.A.	Italija	33	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,37x	6,55x
5.11.2020	Hovis Limited	UK	41	41	n.a.	n.a.	n.a.	0,30x	6,49x
31.10.2019	Milanopane S.r.l.	Italija	5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,90x	7,83x
30.4.2019	Easyfood A/S	Danska	44	49	n.a.	n.a.	n.a.	1,16x	10,88x
29.3.2019	Forno della Rotonda S.p.A.	Italija	5	5	n.a.	n.a.	n.a.	0,30x	3,10x
3.9.2018	Ultraparm Limited	UK	28	28	n.a.	n.a.	n.a.	0,87x	10,63x
Prvi kvartil								0,33x	6,37x
Medijan								0,61x	7,19x
Prosjek								0,68x	7,57x
Treći kvartil								0,89x	9,42x

Izvor: S&P Capital IQ, MergerMarket, PwC analiza

- Skrećemo pažnju da su vrijednosti izvedene iz tržišnog pristupa (usporedivih transakcija) prikazane isključivo u ilustrativne svrhe i nisu korištene kako bi se iz njih izvodili zaključci o vrijednosti društava. Za više detalja o manjkavostima tržišnog pristupa, pogledajte u Prilogu.
- Kako društva podliježu različitim pravilima oko javne objave informacija i vrijednosti vezanih uz transakcije i poslovanje, određene vrijednosti multiplikatora nisu dostupne.
- Važno je napomenuti da zbog komplementarnosti segmenta mlinarstva i pekarstva te vertikalne integracije društava, postoje određena preklapanja između ta dva segmenta. Odnosno, društva često posluju u oba segmenta i nije ih moguće u potpunosti razdvojiti na jedan ili drugi segment.

Inicijalni uzorak od 17 usporedivih transakcija sužen je na 10, s obzirom na dostupnost i kvalitetu podataka. (1/3)

Društvo	Kupac	Odabrano	Opis kompanije
Bakkavor Group plc	Greencore Group plc	Da	Bakkavor Group plc, zajedno sa svojim podružnicama, bavi se pripremom i marketingom svježe pripremljene hrane u Ujedinjenom Kraljevstvu, Sjedinjenim Američkim Državama i Kini. Nudi obroke, pizze i kruhove, deserte, umake, salate, juhe, umake, svježe rezane salate, burritos, proizvode za brzu konzumaciju, sendviče, wrapove i pekarske proizvode. Svoje proizvode prvenstveno prodaje putem supermarketa u centru grada i ugostiteljskih operatera.
Finsbury Food Group Limited	DBAY Advisors Limited	Da	Finsbury Food Group Limited i njegove podružnice proizvode i prodaju razne kolače, kruh i pekarske grickalice u Ujedinjenom Kraljevstvu i međunarodno. Asortiman uključuje specijalne kruhove, peciva, muffine, krafne, torte za proslave, bezglutenski kruh te slatke i slane pekarske proizvode.
Lees Foods Limited	Finsbury Food Group Limited	Da	Lees Foods Limited proizvodi i prodaje pekarske proizvode, uključujući slastice, puslice, "snježne kugle" i čajne kolačiće. Osnovana je 2012. godine, a sjedište joj je u Coatbridgeu, Ujedinjeno Kraljevstvo.
RO.MAR. S.r.l.	Morato Pane S.p.a.	Da	RO. MAR. S.r.l. proizvodi prodaje kruh za potrebe maloprodaje na tržištima u Italiji, Europi i Sjedinjenim Američkim Državama. Nudi narezani kruh, smrznute proizvode, tostove, organski kruh i ostale proizvode pod brendovima Tramezzini, Pagnotta, Bruschetta, Solopane i dr.
Hovis Limited	Endless LLP	Da	Hovis Limited je tvrtka za proizvodnju pakirane hrane i mesa. Bavi se proizvodnjom kruha, peciva i kolača. Sjedište tvrtke je u Ujedinjenom Kraljevstvu.
Easyfood A/S	Orkla Foods Danmark A/S	Da	Easyfood A/S proizvodi i prodaje pekarske proizvode za trgovine diljem svijeta. Tvrtka nudi proizvode za odmrzavanje i posluživanje, pečenje i par-pečene proizvode. Njegova linija proizvoda uključuje kolače i peciva s kavom, gotove proizvode, organske proizvode, pizze, sendvič kruhove i peciva, pločice i grickalice. Tvrtka je osnovana 2000. godine sa sjedištem u Koldingu u Danskoj. Od 30. travnja 2019. Easyfood A/S posluje kao podružnica Orkla Foods Danmark A/S.

Izvor: S&P Capital IQ, PwC analiza

Inicijalni uzorak od 17 usporedivih transakcija sužen je na 10, s obzirom na dostupnost i kvalitetu podataka. (2/3)

Društvo	Kupac	Odabrano	Opis kompanije
Milanopane S.r.l.	Dolciaria Acquaviva Spa	Da	Milanopane S.r.l. proizvodi smrznute proizvode od pereca, pizze i specijalitete od kroasana. Od 31. listopada 2019. tvrtka je osnovana 1987. godine sa sjedištem u Buccinasco, Italija. Milanopane S.r.l. posluje kao podružnica Dolciaria Acquaviva Spa.
La Pizza +1 S.p.A.	Valpizza Srl	Da	La Pizza +1 S.p.A. proizvodi talijanske pekarske proizvode.
Forno della Rotonda S.p.A.	Forno d'Asolo S.p.A	Da	Forno della Rotonda S.p.A. proizvodi i distribuirati pekarske i smrznute krušne proizvode. U ponudi ima smrznuti kruh i specijalitete, poput kruha za catering, mekanog kruha, snack proizvoda, proizvoda za maloprodaju i drugih; smrznute proizvode poput focaccia i pizze; te smrznute kroasane i peciva. Sjedište društva je u Caronno Pertusella, Italija. Od 29. ožujka 2019. godine, Forno della Rotonda S.p.A. posluje kao podružnica društva Forno d'Asolo S.p.A.
Ultraparm Limited	Finsbury Food Group Plc	Da	Osnovan 1993. godine, Ultraparm zapošljava više od 240 djelatnika u proizvodnim pogonima u Velikoj Britaniji i Poljskoj. Kao specijalizirana pekarnica "Free From", tvrtka ima opsežan asortiman proizvoda uključujući kruh, peciva i peciva i druge jutarnje namirnice. Ultraparm opskrbljuje maloprodajno tržište Ujedinjenog Kraljevstva i tržište pekarskim i mlinarskim asortimanom koji sadrži veliki izbor kruha, štruca i drugih proizvoda.
Finsbury Food Group Plc	Logistics Development Group plc	Ne (prodan manjinski udio)	Finsbury Food Group Plc, zajedno sa svojim podružnicama, bavi se proizvodnjom i prodajom asortimana kolača, kruha i pekarskih grickalica u Ujedinjenom Kraljevstvu i inozemstvu. Nudi razni kruh i jutarnje namirnice, kao što su specijaliteti, peciva i peciva, peciva, muffini, krafne, slavljeničke torte te kolači za dijeljenje i grickanje, kao i bezglutenski kruh.
Žito, prehrambena industrija d.d.	Podravka d.d.	Ne (transakcija je iz 2015.)	Žito, prehrambena industrija d.d. bavi se proizvodnjom pekarskih, slastičarskih i mlinarskih proizvoda. Tvrtka nudi smrznutu hranu, bombone, žvakaće gume, čokolade, biskvitna peciva, tjestenine, začine i proizvode od riže, a bavi se i maloprodajom. Također nudi kruh i peciva, obroke, piree, zobene pahuljice, žgance, žitarice za doručak, aromatične proizvode, začine, začine i začine, mahunarke, proizvode od soje, biljne proizvode, voće te proizvode od zelenog i crnog čaja.

Izvor: S&P Capital IQ, PwC analiza

Inicijalni uzorak od 17 usporedivih transakcija sužen je na 10, s obzirom na dostupnost i kvalitetu podataka. (3/3)

Društvo	Kupac	Odabrano	Opis kompanije
Boulangerie Pâtisserie Sophie Lebreuilly	n.a.	Ne (nedovoljno pokazatelja)	Boulangerie Pâtisserie Sophie Lebreuilly posjeduje i posluje kao lanac pekarnica i slastičarnica. Nudi doručak, ručak i međuobroke, uključujući kolače, sendviče, tjesteninu i pizzu. Svoje usluge nudi kroz mrežu franšiza. Tvrtka je osnovana 2013. godine sa sjedištem u Etaplesu u Francuskoj.
Haydens Bakery Ltd.	Bakkavor Group plc	Ne (nedovoljno pokazatelja)	Haydens Bakery Ltd. proizvodi i prodaje pekarske proizvode trgovcima hranom i kafićima u Ujedinjenom Kraljevstvu. Nudi pite, kolače, slatke peciva, krafne, danska peciva od jabuka i cimeta, slatke kroasane s bademima i orahe od oraha od maslaca, i asortiman proizvoda za usluživanje hrane. Tvrtka je osnovana 1976. godine sa sjedištem u Londonu, Ujedinjeno Kraljevstvo. Od 6. rujna 2018. Haydens Bakery Ltd. posluje kao podružnica Bakkavor Group plc.
Livia's Health Foods Limited	S-Ventures Plc	Ne (nedovoljno pokazatelja)	Livia's Health Foods Limited proizvodi i prodaje pekarske proizvode. Livia's Health Foods Limited osnovana je 2014. sa sjedištem u Londonu, Ujedinjeno Kraljevstvo.
De Aviateur Banketbakkerijen B.V.	Biscuit International SAS	Ne (nedovoljno pokazatelja)	De Aviateur Banketbakkerijen B.V. proizvodi pekarske proizvode. Sjedište tvrtke je u Broek op Langedijk, Nizozemska.
Mademoiselle Desserts SAS	Alphaone International S.à r.l.	Ne (nedovoljno pokazatelja)	Mademoiselle Desserts SAS, preko svojih podružnica, proizvodi i isporučuje smrznute pekarske proizvode. Tvrtka je osnovana 1997. godine sa sjedištem u Montigny le Bretonneuxu u Francuskoj.
Forno d'Asolo S.p.A	BC Partners	Ne (nedovoljno pokazatelja)	Forno d'Asolo S.p.A proizvodi smrznute pekarske proizvode. Tvrtka nudi slatke, slane i maloprodajne proizvode, kolači, kruh i gotova jela, oprema, uključujući zamrzivače, pećnice i vitrine, i pribor, kao što su reklamni dodaci i gadgeti. Forno d'Asolo S.p.A osnovan je 1985. godine sa sjedištem u Maseru u Italiji.

Izvor: S&P Capital IQ, PwC analiza

Dobiveni multiplikatori društava u maloprodajnoj industriji su prilagođeni za razliku u veličini čime dolazimo do prilagođenog EV/EBITDA multiplikatora u rasponu od ~7,8x do ~8,6x

Usporediva društva - maloprodaja (31. prosinac 2025.)

Br	Društvo	Država	Tržišna kapitalizacija (EqV)	Vrijednost društva (EV)	Prihodi	EBITDA	EBIT	EV / Prihodi	EV / EBITDA	EV / EBIT	EV / Prihodi	EV / EBITDA	EV / EBIT
			m EUR	m EUR	m EUR	m EUR	m EUR	Neobrađeni podaci			Multiplikatori usklađeni za razliku u veličini		
1	Koninklijke Ahold Delhaize N.V.	Nizozemska	31.992	47.594	92.138	5.469	3.686	0,5x	8,7x	12,9x	0,5x	7,5x	10,3x
2	Tesco PLC	UK	33.686	45.494	82.170	4.918	3.468	0,6x	9,3x	13,1x	0,5x	7,8x	10,4x
3	Jerónimo Martins, SGPS, S.A.	Portugal	14.039	17.843	35.233	1.884	1.269	0,5x	9,5x	14,1x	0,5x	8,1x	11,3x
4	J Sainsbury plc	UK	8.762	15.459	38.490	1.866	1.259	0,4x	8,3x	12,3x	0,4x	7,5x	10,6x
5	Kesko Oyj	Finska	7.316	10.789	12.284	839	621	0,9x	12,9x	17,4x	0,9x	10,9x	14,0x
6	Eurocash S.A.	Poljska	263	838	7.317	116	66	0,1x	7,2x	12,6x	0,1x	7,1x	12,3x
7	Axfood AB (publ)	Švedska	5.105	6.538	7.976	487	321	0,8x	13,4x	20,4x	0,8x	11,2x	15,6x
Medijan (bazni uzorak)								0,5x	9,3x	13,1x	0,5x	7,8x	10,9x
Prosjek (bazni uzorak)								0,5x	9,9x	14,7x	0,6x	8,6x	11,5x
8	Colruyt Group N.V.	Belgija	3.910	4.173	11.193	719	399	0,4x	5,8x	10,5x	0,4x	5,3x	9,0x
9	TKM Grupp AS	Estonija	375	678	937	43	36	0,7x	15,8x	18,6x	0,7x	15,0x	17,5x
10	Dino Polska S.A.	Poljska	10.147	10.279	7.614	599	491	1,4x	17,2x	20,9x	1,3x	13,0x	15,0x
Medijan (prošireni uzorak)								0,5x	9,4x	13,6x	0,5x	8,0x	11,8x
Prosjek (prošireni uzorak)								0,6x	10,8x	15,5x	0,6x	9,3x	12,6x

Izvor: S&P Capital IQ, PwC analiza

- Napominjemo da se poduzeća u uzorku razlikuju s obzirom na veličinu (tržišnu kapitalizaciju) svojeg poslovanja te smo zbog toga prilagodili vrijednosti multiplikatora kako bi isključili razliku za veličinu poduzeća.
- Također, skrećemo pozornost na to da su vrijednosti medijana i prosjeka izračunate na temelju statističke analize interkvartilnog raspona, pri čemu su odstupajuće vrijednosti isključene. Za procjenu vrijednosti metodom usporedivih društava korišteni su multiplikatori iz baznog uzorka usklađeni za razliku u veličini.

Od 12 društava koja su bila u užem izboru, na temelju opisa poslovanja odabrano je 7 društava čiji je poslovni model relativno usporediv s predmetnim društvom. (1/2)

Društvo	Država	Industrija	Tržišna kapitalizacija (EURm)	Prihodi (EURm)	Komentar	Odabrano
Koninklijke Ahold Delhaize N.V.	Nizozemska	Maloprodaja prehrambenih proizvoda	31.017	93.329	Dobra operativna i geografska usklađenost	Da
Tesco PLC	UK	Maloprodaja prehrambenih proizvoda	32.217	87.106	Dobra operativna i geografska usklađenost	Da
Jerónimo Martins, SGPS, S.A.	Portugal	Maloprodaja prehrambenih proizvoda	12.732	35.619	Dobra operativna i geografska usklađenost	Da
Kesko Oyj	Finska	Maloprodaja prehrambenih proizvoda	7.665	12.949	Dobra operativna i geografska usklađenost	Da
J Sainsbury plc	Ujedinjeno Kraljevstvo	Maloprodaja prehrambenih proizvoda	8.318	40.859	Dobra operativna i geografska usklađenost	Da
Axfood AB	Švedska	Maloprodaja prehrambenih proizvoda	5.790	9.675	Dobra operativna i geografska usklađenost	Da
Eurocash S.A.	Poljska	Maloprodaja prehrambenih proizvoda	207	6.703	Dobra operativna i geografska usklađenost	Da

Izvor: S&P Capital IQ, PwC analiza

Od 12 društava koja su bila u užem izboru, na temelju opisa poslovanja odabrano je 7 društava čiji je poslovni model relativno usporediv s predmetnim društvom. (2/2)

Društvo	Država	Industrija	Tržišna kapitalizacija (EURm)	Prihodi (EURm)	Komentar	Odabrano
Colruyt Group N.V.	Belgija	Maloprodaja prehrambenih proizvoda	3.773	10.531	Dobra operativna i geografska usklađenost	Ne
TKM Grupp	Estonija	Maloprodaja prehrambenih proizvoda	387	914	Dobra operativna i geografska usklađenost	Ne
WASGAU Produktions & Handels AG	Njemačka	Maloprodaja prehrambenih proizvoda	53	659	Značajno statističko odstupanje multiplikatora društva	Ne
Sonae, SGPS, S.A.	Portugal	Maloprodaja prehrambenih proizvoda	3.125	10.209	Društvo uz prehrambene proizvode nudi građevinsku opremu, financijske usluge, tehnološku opremu i slično.	Ne
Dino Polska S.A.	Poljska	Maloprodaja prehrambenih proizvoda	9.608	7.039	Dobra operativna i geografska usklađenost	Ne

Izvor: S&P Capital IQ, PwC analiza

Najvažniji kriteriji kod odabira društava bila je usporedivost osnovne djelatnosti odnosno poslovnog modela. (1/3)

	Koninklijke Ahold Delhaize N.V.	Tesco PLC	Jerónimo Martins, SGPS, S.A.
Kratki opis	Koninklijke Ahold Delhaize N.V. upravlja maloprodajnim trgovinama hranom i e-trgovinom prvenstveno u Sjedinjenim Državama i Europi. Formatu trgovina tvrtke uključuju supermarkete, trgovine, hipermarkete, cash and carry, drogerije i prodavaonice pića. Od 3. siječnja 2021. kompanija upravlja sa 7.137 trgovina, prvenstveno pod lokalnim robnim markama, opslužujući približno 54 milijuna kupaca (kako u fizičkim trgovinama tako i putem interneta).	Tesco PLC, zajedno sa svojim podružnicama, bavi se maloprodajom i bankarstvom za stanovništvo. Pruža prehrambene proizvode u trgovinama i na internetu, i upravlja mobilnom virtualnom mrežom. Tvrtka je također uključena u veleprodaju hrane, te pružanje bankovnih, osiguravajućih i novčanih usluga. Djeluje u Velikoj Britaniji, Republici Irskoj, Češkoj, Slovačkoj i Mađarskoj. Tesco PLC osnovan je 1919. godine sa sjedištem u Welwyn Garden Cityju, Ujedinjeno Kraljevstvo.	Jerónimo Martins, SGPS, S.A. djeluje u sektorima distribucije hrane i specijalizirane maloprodaje u Portugalu, Poljskoj i Kolumbiji. Tvrtka posluje putem Portugal Retail -a, Portugal Cash & Carry, Poljska Maloprodaja, Colombia Retail, i drugi, segmenti eliminacije i prilagodbe. Vodi 3.115 trgovina hranom pod imenom Biedronka, i lanac od 22 trgovine zdravlja i ljepote pod zastavom Hebe u Poljskoj, kao i 663 trgovine hranom pod imenom Ara u Kolumbiji. Tvrtka također upravlja 453 supermarketa, itd.
Osnovano	1987. godine	1919. godine	1792. godine
Veličina (prihodi 31.12.2025.)	EUR 93.329m	EUR 87.106m	EUR 35.619m
Broj zaposlenika (prosjeak)	~400.000	~330.000	~124,100
Glavni segmenti	Maloprodaja	Maloprodaja	Maloprodaja
Uključeno u uzorak	DA	DA	DA

Izvor: S&P Capital IQ, PwC analiza

Najvažniji kriteriji kod odabira društava bila je usporedivost osnovne djelatnosti odnosno poslovnog modela. (2/3)

	J Sainsbury plc	Kesko Oyj	Axfood AB (publ)
Kratki opis	J Sainsbury plc, zajedno sa svojim podružnicama, bavi se maloprodajom hrane, opće robe i odjeće te financijskim uslugama u Ujedinjenom Kraljevstvu i Republici Irskoj. Tvrtka posluje kroz tri segmenta: Maloprodaja – Hrana, Maloprodaja – Opća roba i odjeća te Financijske usluge. Posluje u raznim formatima trgovina, uključujući prodavaonice mješovite robe i supermarkete, kao i online trgovinu namirnicama i općom robom pod brendovima Argos, Nectar, Habitat i Tu. Tvrtka je osnovana 1869. godine i sjedište joj je u Londonu, Ujedinjeno Kraljevstvo.	Kesko Oyj bavi se lancem operacija u Finskoj, Švedskoj, Norveškoj, Estoniji, Latviji, Litvi i Poljskoj. Tvrtka posluje kroz tri divizije: Trgovina prehrambenih proizvoda, Trgovina građevinskim i tehničkim proizvodima, te Trgovina automobilima. Segment Trgovine prehrambenim proizvodima obuhvaća veleprodaju i B2B trgovinu prehrambenih proizvoda te maloprodaju kućanskih i specijaliziranih proizvoda pod brendom K-retailer; i upravlja maloprodajnim lancima trgovina pod brendovima K-Citymarket, K-Supermarket, K-Market i Neste K. Kesko Oyj je osnovan 1940. godine i sjedište mu je u Helsinkiju, Finska.	Axfood AB (publ) bavi se maloprodajom i veleprodajom hrane prvenstveno u Švedskoj. Posluje kroz četiri segmenta: Willys, Hemköp, Dagab i Snabbgross. Tvrtka prodaje namirnice kroz lance trgovina Willys, HANDLAR'N, Hemköp i Eurocash. Također je uključena u e-trgovinu i pružanje proizvoda privatnih marki. Axfood AB (publ) osnovan je 1958. godine, a sjedište mu je u Stockholmu, Švedska. Axfood AB (publ) posluje kao podružnica Axretail AB.
Osnovano	1869. godine	1940. godine	1958. godine
Veličina (prihodi 31.12.2025.)	EUR 40.859m	EUR 12.949m	EUR 6.687m
Broj zaposlenika (prosjek)	~150.000	~19.000	~13.000
Glavni segmenti	Maloprodaja	Maloprodaja	Maloprodaja
Uključeno u uzorak	DA	DA	DA

Izvor: S&P Capital IQ, PwC analiza

Najvažniji kriteriji kod odabira društava bila je usporedivost osnovne djelatnosti odnosno poslovnog modela. (3/3)

Eurocash S.A.	
Kratki opis	Eurocash S.A. bavi se veleprodajnom distribucijom hrane i drugih proizvoda široke potrošnje (FMCG) u Poljskoj. Tvrtka posluje kroz segmente Veleprodaja, Maloprodaja i Projekti. Njeni FMCG proizvodi uključuju prehrambene proizvode, bezalkoholna pića, alkoholna pića, duhanske proizvode, te kućanske kemikalije i kozmetiku. Tvrtka svoje proizvode plasira tradicionalnim maloprodajnim trgovinama, uključujući male supermarkete, trgovine mješovitom robom i specijalizirane trgovine mješovitom robom; kao i kioscima, maloprodajnim objektima, trgovinama mješovitom robom, restoranima, benzinskim postajama, lancima hotela i kafića te ugostiteljskim objektima. Eurocash S.A. je osnovan 2014. godine sa sjedištem u Komornikima, Poljska.
Osnovano	2014. godine
Veličina (prihodi 31.12.2025.)	EUR 6.703m
Broj zaposlenika (prosjek)	~19.000
Glavni segmenti	Maloprodaja
Uključeno u uzorak	DA

Izvor: S&P Capital IQ, PwC analiza

EV/EBITDA multiplikatori iz usporedivih transakcija u sektoru maloprodaje kreću se u rasponu od ~9,4x do ~9,7x.

Usporedive transakcije - maloprodaja

Datum	Ciljno društvo	Država	Vrijednost transakcije	Vrijednost društva (EV)	Kupac	Udio	EV / Prihodi	EV / EBITDA	EV / EBIT
			<i>m EUR</i>	<i>m EUR</i>			<i>Multiplikator</i>		
22.9.2025	SpartanNash Company	SAD	1.806	1.701	C&S Wholesale Grocers, LLC	100%	0,2x	7,0x	18,3x
23.10.2024	IVS Group S.A.	Italija	1.240	1.109	E-Coffee Solutions S.r.l	100%	1,5x	9,4x	28,4x
21.4.2022	Stokomani	Francuska	-	305	Invest Group Zouari SAS	100%	0,5x	6,8x	n.a.
27.10.2021	Wm Morrison Supermarkets Limited	UK	12.138	11.981	(Invalid Identifier)	100%	0,6x	12,7x	41,6x
20.11.2020	Euro Ethnic Foods SA	Luksemburg	-	1.000	PAI Partners SAS	60%	2,2x	12,5x	n.a.
Prvi kvartil							0,5x	7,0x	23,3x
Medijan							0,56x	9,42x	28,38x
Prosjek							1,00x	9,68x	29,43x
Treći kvartil							1,5x	12,5x	35,0x

Izvor: S&P Capital IQ, MergerMarket, PwC analiza

- Skrećemo pažnju da su vrijednosti izvedene iz tržišnog pristupa (usporedivih transakcija) prikazane isključivo u ilustrativne svrhe i nisu korištene kako bi se iz njih izvodili zaključci o vrijednosti društava. Za više detalja o manjkavostima tržišnog pristupa, pogledajte u Prilogu.
- Kako društva podliježu različitim pravilima oko javne objave informacija i vrijednosti vezanih uz transakcije i poslovanje, određene vrijednosti multiplikatora nisu dostupne.

Inicijalni uzorak od 8 usporedivih transakcija sužen je na 5, s obzirom na dostupnost i kvalitetu podataka. (1/2)

Društvo	Kupac	Odabrano	Opis kompanije
SpartanNash Company	C&S Wholesale Grocers, LLC	Da	SpartanNash Company, zajedno sa svojim podružnicama, bavi se veleprodajom i maloprodajom prehrambenih proizvoda u Sjedinjenim Američkim Državama. Društvo opskrbljuje supermarkete, neovisne trgovce i vojne baze prehrambenim i neprehrambenim proizvodima te upravlja vlastitom mrežom maloprodajnih trgovina.
IVS Group S.A.	E-Coffee Solutions S.r.l	Da	IVS Group S.A. pruža usluge automatizirane prodaje hrane i pića putem vending aparata i OCS rješenja u Italiji, Francuskoj, Španjolskoj, Njemačkoj, Poljskoj i Švicarskoj. Društvo nudi kavu, tople i hladne napitke te snack proizvode za poslovne i javne prostore.
Stokomani	Invest Group Zouari SAS	Da	Stokomani je diskontni maloprodajni lanac koji posluje u Francuskoj, specijaliziran za prodaju prehrambenih i neprehrambenih proizvoda po sniženim cijenama. Društvo nudi brendirane proizvode, robu široke potrošnje i sezonske artikle kroz mrežu velikih diskontnih trgovina.
Wm Morrison Supermarkets Limited	Clayton, Dubilier & Rice (CD&R)	Da	Wm Morrison Supermarkets Limited upravlja lancem supermarketa u Ujedinjenom Kraljevstvu. Društvo nudi svježe i pakirane prehrambene proizvode, uključujući proizvode iz vlastite proizvodnje, kao i asortiman robe široke potrošnje putem fizičkih trgovina i online kanala.
Euro Ethnic Foods SA	PAI Partners SAS	Da	Euro Ethnic Foods S.A. bavi se distribucijom i veleprodajom etničkih i međunarodnih prehrambenih proizvoda u Europi. Društvo opskrbljuje maloprodajne lance, specijalizirane trgovine i HoReCa kanal raznovrsnim prehrambenim asortimanom.

Izvor: S&P Capital IQ, PwC analiza

Inicijalni uzorak od 8 usporedivih transakcija sužen je na 5, s obzirom na dostupnost i kvalitetu podataka. (2/2)

Društvo	Kupac	Odabrano	Opis kompanije
McColl's Retail Group plc	WM Morrison Supermarkets Ltd	Ne (nedovoljno pokazatelja)	McColl's Retail Group plc upravlja mrežom convenience trgovina i novinsko-tiskarskih prodajnih mjesta u Ujedinjenom Kraljevstvu. Društvo se fokusira na lokalnu maloprodaju prehrambenih proizvoda, osnovnih potrepština i tiskanih medija.
Metro AG	EP Global Commerce GmbH	Ne (nedovoljno pokazatelja)	Metro AG, zajedno sa svojim podružnicama, pruža veleprodajne usluge prehrambenih i neprehrambenih proizvoda profesionalnim kupcima u više zemalja. Društvo primarno opskrbljuje HoReCa sektor, ugostitelje i male trgovce putem cash-and-carry formata.
Iceland Foods Limited	Existing Management	Ne (nedovoljno pokazatelja)	Iceland Foods Limited je maloprodajni lanac specijaliziran za prodaju smrznute hrane u Ujedinjenom Kraljevstvu i inozemstvu. Društvo nudi širok asortiman smrznutih gotovih jela, mesa, povrća i pekarskih proizvoda, kao i ograničeni izbor svježih i prehrambenih proizvoda.

Izvor: S&P Capital IQ, PwC analiza

6

Prilozi

Opseg i postupak

Opseg

Postupak

Opći ograničavajući čimbenici

Naš je Izvještaj namijenjen isključivo za potrebe Klijenta u skladu s opsegom posla prikazanim na prethodnim stranicama i kako je definirano u sklopu našeg ugovora od 27. studenog 2025. godine. Osim na način predviđen Ugovorom te u slučaju da zakon nalaže, ovaj Izvještaj ne može biti dostavljen trećoj strani bez našeg pismenog odobrenja, koje na osnovu našeg diskrecionog prava ne moramo odobriti.

Bez obzira na oblik djelovanja, bilo po ugovoru ili van ugovora, i u mjeri u kojoj je dozvoljeno zakonom, PwC neće prihvatiti obaveze bilo koje vrste prema trećim stranama, niti će snositi bilo kakvu odgovornost za posljedice djelovanja ili uzdržavanja od djelovanja trećih strana.

Rezultati uključeni u Izvještaj predstavljaju analizu na temelju podataka dostupnih na dan analize. Procjenitelj se ne može smatrati odgovornim za ekonomske i fizičke faktore koji se mogu dogoditi nakon datuma analize i koji bi mogli utjecati na mišljenja i vrijednosti iskazane u izvještaju. Ovaj Izvještaj temeljen je na činjenicama i podacima koje smo dobili od Klijenta i ostalim javno dostupnim podacima u vrijeme analize. Nikakve činjenice niti događaji nastali nakon datuma analize nisu uzeti u obzir u svrhu analize. Ova je činjenica posebno važna uzimajući u obzir trenutne ekonomske okolnosti, kada se poslovno okruženje rapidno mijenja i može značajno utjecati na rezultate ove analize. Stoga, zaključci sadržani u ovom izvještaju važeći su jedino na datum analize.

Naše usluge nisu obuhvaćale porezni, komercijalni, pravni ni tehnički due diligence (dubinsko snimanje), nezavisnu provjeru ili verifikaciju dobivenih informacija i podataka te javno dostupnih izvora, uključujući i informacije u vezi sa očekivanim kretanjima na tržištu, procjenu vrijednosti nekretnina, postrojenja i opreme i drugih sredstava Društva na datum analize. Stoga je moguće da ovaj Izvještaj nije identificirao sva pitanja od značaja za Klijenta prilikom donošenja relevantnih poslovnih odluka.

Projicirane financijske informacije („PFI”)

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

Pravna pitanja

Ne izražavamo mišljenje o pravnim pitanjima. Nismo izvršili nikakva istraživanja u pogledu pravnog statusa društava i njihove imovine.

Nismo uzeli u obzir postojanje hipoteka, zaloga i eventualnih ostalih tužbi kojima su društva i njihova imovina podložna.

Opseg i postupak (nastavak)

Opseg

Postupak

Ostalo

Naš izvještaj nije namijenjen da bude osnova za donošenje odluka o ulaganju, a svaka radnja koju poduzmu Klijent ili treća strana mora u konačnici ostati odluka i odgovornost Klijenta/treće strane, koja bi trebala uzeti u obzir pretpostavke izvan djelokruga našeg rad s kojim je Klijent/treća strana upoznat. PwC nije dao nikakva jamstva ili garancije bilo koje prirode u pogledu rezultata pruženih usluga analize vrijednosti ili u pogledu ekonomskih, financijskih ili drugih rezultata koji mogu nastati kao na osnovu pruženih usluga.

Nitko osim angažiranog stručnjaka za procjenu vrijednosti ne smije mijenjati stavke u ovom izvještaju, a mi nećemo snositi nikakvu odgovornost za bilo koju takvu neovlaštenu promjenu.

Naš izvještaj je dostavljen isključivo za korištenje menadžmentu Klijenta u opsegu navedenom u ovom izvještaju i Ugovoru. Uz izuzetak zakonske obveze, ne smije se dati niti jednoj trećoj strani (osim revizoru Klijenta) bez našeg prethodnog pisanog pristanka, koji možemo prema vlastitom nahođenju uskratiti, ako Ugovorom nije drugačije definirano.

Ovaj Izvještaj se ne može upotrijebiti kao dokaz na sudu i, ako nije drugačije prethodno dogovoreno, nitko ne može svjedočiti na sudu u vezi s ovim izvještajem.

Naše je diskrecijsko pravo da dostavimo Izvještaj trećoj strani ako se treća strana složi s našim uvjetima i odredbama koji će biti navedeni u pismu kojeg će trebati potpisati prije nego dostavimo naš izvještaj (Pismo o oslobođenju odgovornosti) te ukoliko se dobije odobrenje Klijenta.

Bez obzira na oblik djelovanja, bilo u ugovoru ili na drugi način, i u mjeri dopuštenoj mjerodavnim zakonom, PwC ne prihvaća nikakvu odgovornost bilo koje vrste od bilo koje treće strane i odriče se svake odgovornosti za posljedice bilo koje treće strane koja djeluje ili se suzdržava od djelovanja u skladu s Pismom.

PwC ne preuzima obvezu ažuriranja ili revidiranja informacija sadržanih u ovom izvještaju u slučaju promjena okolnosti nakon datuma izdavanja izvještaja niti u slučaju da se dokaže da su iste bile netočne i pogrešne. PwC ne snosi nikakvu odgovornost (ugovornu, impliciranu ili bilo koju drugu) za informacije sadržane u ovom Izvještaju koje su dostavljene ili preuzete iz javno dostupnih izvora, niti za eventualne nedostatke ovog Izvještaja koji mogu biti posljedica pogrešnih informacija.

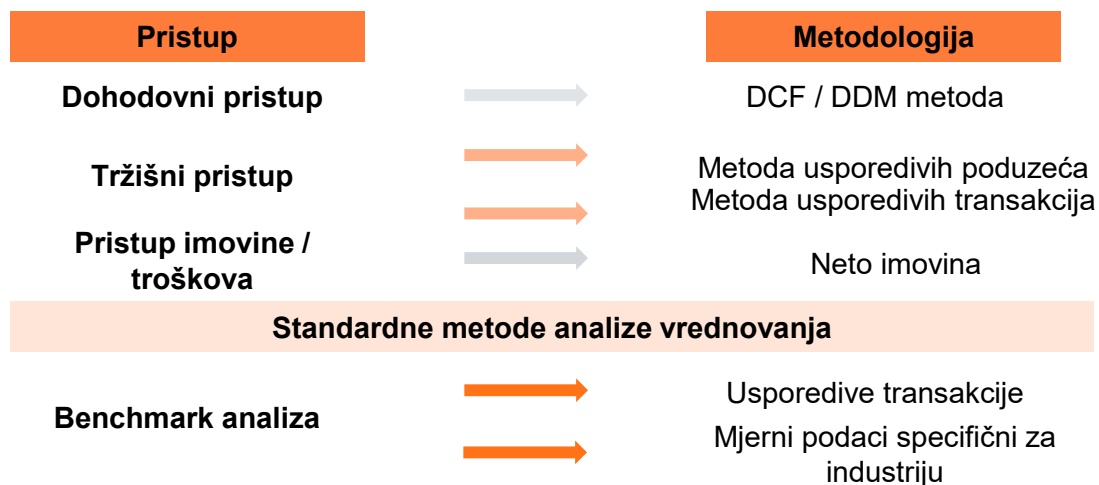
Izvori informacija

Ključni dokumenti	Dostavljeno / pripremljeno od
Poslovni planovi i ostale informacije o projekcijama	Menadžment društva Čakovečki mlinovi d.d.
Bruto bilance na 31. prosinca 2025.	Menadžment društva Čakovečki mlinovi d.d.
Revidirani financijski izvještaji društava na 31. prosinca 2025.	Menadžment društva Čakovečki mlinovi d.d.
Makroekonomske i tržišne analize	Fitch Solutions, S&P Capital IQ, DZS, MergerMarket
Postupci ograničenog financijskog dubinskog snimanja društva ZP Klara d.d. na 31.12.2025.	PwC Savjetovanje d.o.o.

Metodologija procjene vrijednosti (1/3)

Osnova za procjenu

- Fer vrijednost definira se kao „procijenjeni iznos za koji bi neka imovina mogla biti razmijenjena na dan vrednovanja, između voljnog kupca i voljnog prodavatelja, u transakciji po tržišnim uvjetima nakon prikladnog oglašavanja, pri čemu je svaka strana postupila upućeno, razborito i bez prisile”.
- Za određivanje vrijednosti neto poslovne imovine, poduzeća i njihovih dijelova ili udjela, tradicionalna se mogu koristiti iduća tri pristupa: (i) dohodovni pristup, (ii) tržišni pristup i (iii) pristup imovine.
- Napominjemo da je u svrhu ove analize vrijednosti korišten dohodovni pristup, kao što je objašnjeno na početku ovog izvještaja.



Dohodovni pristup

- Dohodovni pristup je pristup vrednovanja koji se temelji na principu anticipacije. Prema ovom principu, tipičan ulagač/kupac na tržištu kupuje društvo/subjekt iz očekivanja buduće koristi. Drugim riječima, vrijednost društva/subjekta može se definirati kao sadašnja vrijednost svih budućih koristi (prihoda) koji će nastati vlasniku tijekom korisnog vijeka trajanja subjekta. Dohodovni pristup najčešće se primjenjuje putem metoda sadašnje vrijednosti, kao što je metoda diskontiranog novčanog toka (DCF). Ova metoda pokazuje tržišnu vrijednost poslovnog poduzeća na temelju sadašnje vrijednosti novčanih tokova za koje se može očekivati da će ih vlasnik generirati u budućnosti.

Metoda diskontiranih novčanih tokova (DCF metoda)

- DCF metoda vrednovanja općenito je prihvaćena kao najopsežnija tehnika procjene s obzirom da uzima u obzir jedinstvenu, dinamičnu prirodu pojedinačnih poduzeća. DCF metoda temelji se na pretpostavci da je vrijednost vlasničkog udjela u poduzeću jednaka sadašnjoj vrijednosti budućih novčanih tokova diskontiranih po stopi koja odražava očekivanu stopu povrata na ulaganje (vremenska vrijednost novca). Na temelju DCF metode, slobodni novčani tokovi nakon oporezivanja (“FCF”) za koje se očekuje da će ih društvo stvoriti procjenjuju se tijekom određenog razdoblja predviđanja. Predviđeni FCF diskontira se po stopi koja je proporcionalna riziku poslovanja na datum procjene kako bi se dobila ukupna vrijednost poduzeća.

Metodologija procjene vrijednosti (2/3)

Tržišni pristup

- Tržišni pristup indicira vrijednost kapitala društva temeljem usporedbe Društva sa usporedivim društvima u sličnim poslovnim aktivnostima kojima se trguje na uređenim tržištima kapitala ili koja su dio javnih ili privatnih transakcija. Ovaj pristup se može primijeniti kroz metodu usporedivih društava ili usporedivih transakcija.

Metoda usporedivih društava

- Metoda usporedivih uvrštenih društava indicira vrijednost kapitala u Društvu uspoređujući ih sa društvima u sličnoj industriji. Okolnosti i perspektive društava u sličnoj industriji ovise o zajedničkim faktorima kao što su sveukupna potražnja za njihovim proizvodima i uslugama.
- Analiza tržišnih multiplikatora društava koja se nalaze u sličnoj industriji doprinosi uvid u percepcije investitora i, stoga, vrijednost dionica društva predmetom procjene vrijednosti.
- Nakon identificiranja i odabira usporedivih društava kojima se javno trguje, njihovo poslovanje i financijski profil se analizira za relativnu usporedivost. Izračunava se cijena ili multiplikatori vrijednosti društva („EV”) za društva kojima se javno trguje koji se nakon toga usklađuju za faktore kao što je relativna veličina, rast, profitabilnost, rizik te povrat na investiciju.
- Usklađeni multiplikatori se tada primjenjuju na operativne rezultate društva čiji kapital je predmet procjene vrijednosti kako bi se odredila utrživa, manjinska vrijednost. Tada se primjenjuje premija za kontrolu, ako je prikladna, kako bi se indicirala tržišna vrijednost utrživog, kontrolnog paketa kapitala u društvu.

Metoda usporedivih transakcija

- Metoda usporedivih transakcija indicira vrijednost temeljem ostvarenih cijena u stvarnim transakcijama te na traženim cijenama za kontrolne udjele u društvima koja se trenutno nude za prodaju. Ovaj proces u osnovi uključuje usporedbu i korelaciju društva predmetom procjene vrijednosti sa ostalim sličnim društvima. Usklade za razlike u ranije opisanim faktorima (npr. veličina, rast, profitabilnost, rizik i povrat na investiciju) se također razmatraju.
- Ova varijacija tržišnog pristupa rezultira indikativnom vrijednosti utrživog, kontrolnog udjela u društvu.
- Tržišni pristup je korišten kao dodatna metoda za potvrdu rezultata dobivenih osnovnom metodom (dohodovnim pristupom).

Metodologija procjene vrijednosti (3/3)

Diskont za nedostatak kontrole/ kontrolna premija (DLoC)

- Ova prilagodba implicira da kontrolni udio vrijedi više od manjinskog udjela. To se odnosi na mogućnost efektivne kontrole nad društvom, između ostalog odabirom uprave ili mogućnost donošenja strateških odluka rezerviranih za glavnu skupštinu dioničara.
- Primjena ovog diskonta nastaje kad je procjena vrijednosti manjinskog udjela temeljena na metodi uz pretpostavku potpune kontrole (poput DCF metode). Ako su pretpostavke primijenjene metode u skladu sa karakteristikama procijenjenog udjela, nema potrebe za primjenom dodatnog diskonta ili premije.
- Diskont za nedostatak kontrole može se odrediti iz kontrolne premije, koja se može pronaći i izmjeriti na tržištima kapitala. Formula za određivanje DLoC je sljedeća:
$$DLoC = 1 - (1 / (1 + \text{kontrolna premija}))$$
- S obzirom da se u nekim slučajevima u odabranim uzorcima usporedivih transakcija za vrednovanje društva ZP Klara d.d. radi o transakcijama s manjinskim udjelima, nismo primijenili kontrolne premije na multiplikatore dobivene za usporediva društva.

Diskontna stopa (1/2)

- Primjena Dohodovnog pristupa i, posebno, DCF metode zahtijeva određivanje odgovarajuće diskontne stope. Odnosno na raspodjeli budućih novčanih tokova, diskontna stopa bi trebala odražavati očekivanu stopu povrata za kreditore i investitore te se definira kao **prosječni ponderirani trošak kapitala (WACC)**.
- Kako bi se utvrdila vrijednost udjela, pojedinačni novčani tijekovi se diskontiraju na datum vrednovanja pomoću odgovarajuće diskontne stope. Diskontna stopa proizlazi iz očekivanog prinosa na najbolje alternativno ulaganje. Drugim riječima, diskontna stopa pokazuje minimalni prinos koji bi investitor tražio za ulaganje u društvo, tako da je investitor ravnodušan prema najboljem alternativnom ulaganju.
- WACC – Zahtijevani prinos kreditora i investitora, ponderiran njihovim udjelom u kapitalu. Konvencionalna formula za izvođenje WACC-a i povezane definicije prikazane su u nastavku:
 - $WACC = K_d * (1-t) * (\text{Udio duga}) + K_e * (\text{udio kapitala})$
 - K_d = Trošak duga prije oporezivanja
 - t = Efektivna porezna stopa
 - Udio duga = iznos duga kao postotak ukupnog uloženog kapitala
 - K_e = Trošak kapitala
 - Udio kapitala = iznos kapitala kao postotak ukupnog uloženog kapitala
- **Trošak duga** - U procjeni troška duga za korištenje u izračunu WACC-a, cilj je doći do sveukupne procjene ponderiranog prosječnog troška financiranja dugom za društvo, kao da refinancira ukupan iznos duga na dan procjene vrijednosti, u skladu s pretpostavkom zaduženosti koja se koristi u izračunu WACC-a. Trošak duga prije oporezivanja je pomnožen s kamatom nakon poreznog štita $(1-t)$ kako bi se utvrdio trošak duga nakon oporezivanja.
 - Trošak duga nakon oporezivanja = $K_d * (1-t)$
- **Trošak kapitala** - Trošak kapitala procjenjuje se pomoću modela vrednovanja imovine društva (CAPM), koji podrazumijeva da je trošak kapitala jednak prinosu na nerizične vrijednosne papire uvećan za premiju povrata tržišta kapitala usklađenu za sistemski rizik tvrtke (Beta). Opća formula za trošak kapitala je:
 - $K_e = R_f + \text{Beta} * (R_m - R_f) + [\text{SSP}]$
 - R_f = Bez-rizična kamatna stopa
 - Beta = Sistemski rizik za kapital Društva
 - $R_m - R_f$ = EMRP = Premija za rizik tržišta kapitala povrh nerizične stope povrata
 - SSP = Premija za nisku tržišnu kapitalizaciju
- Dionice malih društva su kroz povijest bile više volatilne od dionica velikih poduzeća te investitorima donose više prinose. One, dakle, jamče dodatnu premiju.
- Kapitalizacija - Dodijeljeni ponderi za pojedinačne izvore financiranja su procijenjene temeljem ciljane tržišne strukture kapitala za predmetno društvo.

Diskontna stopa (2/2)

Beta_e

- U procjeni odgovarajuće premije rizika pretpostavljena je razlika između nesistemskog i sistemskog rizika. Nesistemski rizik odnosi se na tvrtke uzete u obzir i može se uglavnom eliminirati kroz diversifikaciju, dok se sustavni rizik ne može eliminirati kroz diversifikaciju.
- Sistemski rizik se iskazuje kao beta koeficijent. Beta mjeri volatilnost prinosa na određenu vrijednosnicu u odnosu na ukupno tržište. Beta-faktor veći od jedan znači da je vrijednosnica volatilnija od tržišta dok beta-faktor manji od jedan znači da je vrijednosnica manje volatilna od tržišta.

Važno je napomenuti da za potrebe ovog Izvještaja beta računana za dvije zasebne industrije: 1) Pekarstvo (Zagrebačke pekarnice Klara), i 2) Maloprodaja (Trgovina Krk).

- Kao takvi, za potrebe izračuna pravilne bete, koristili smo dva seta usporedivih poduzeća:

- 1 • Poduzeća koja posluju u segmentu pekarstva – beta imovine 0,60 (*stranica 71*),
- 2 • Poduzeća koja posluju u segmentu maloprodaje – beta imovine 0,69 (*stranica 72*)

Premija za veličinu društva

- Primjenjena je dodatna premija za veličinu od 4,47%, prema Duff & Phelps 2024 International Valuation Handbook.

Bez-rizična kamatna stopa

- Predstavlja stopu povrata na nerizične investicije, koje su uglavnom u obliku dugoročnih državnih obveznica. U ovom konkretnom slučaju, za ilustraciju nerizične stope smo koristili dugoročnu nominalnu bez-rizičnu stopu na temelju prinosa na EUR obveznicu Republike Njemačke s dospijećem u 2054. godini, uvećano za premiju na tržišni rizik zemlje izveden iz razlike prinosa državne obveznice Republike Hrvatske u EUR s dospijećem za 10 godina i obveznice Republike Njemačke s jednakim dospijećem.

Premija za rizik tržišta kapitala („EMRP“)

- Za investitora predstavlja marginalni povrat koji može ostvariti na tržištu kapitala. U ovom slučaju, premija za rizik tržišta kapitala je derivirana prema povijesnim razlikama povrata na riskantne vrijednosnice i povrata na bez-rizične (kvazi) investicije na tržištima kapitala, koja je povijesno iznosila između 4% i 7%. Za potrebe ovog izvještaja korištena je premija od 6,2%, temeljeno na javno dostupnim informacijama sa internetskih stranica profesora Aswath Damodarana. Važno je napomenuti da EMRP odražava stanje na tržištu na datum procjene, te kao takav na različite datume će imati različite vrijednosti za EMRP temeljene različitim događajima na tržištu koje mogu imati utjecaj na rizik koji investitor snosi na tržištu.

Diskontna stopa - pekarstvo (1/2)

Prosječni ponderirani trošak kapitala na 31.12.2025. - pekarstvo

Kalkulacija	Bez-rizična kamatna stopa	Premija za rizik zemlje	Beta imovine	Omjer duga i kapitala	Ciljani omjer financiranja	Beta kapitala	Premija za rizik tržišta kapitala	Premija za veličinu društva	Trošak kapitala	Stopa poreza na dobit	Z-Spread marža	Trošak duga	WACC
	(Rf)	(CRP)		(D/E)	(D/D+E)		(EMRP)	(SCP)	(CoE)	(T)		(CoD)	
WACC	3,3%	0,31%	0,60	51,0%	33,8%	0,85	6,2%	4,5%	13,3%	18,0%	0,9%	3,71%	10,08%

Izvor: Capital IQ, Duff & Phelps, PwC analiza

Napomene:

- 1 Dugoročna nominalna bez-rizična stopa temelji se na prinosu EUR obveznice Republike Njemačke s dospijecom u 2054.
- 2 Premija državnog rizika za Hrvatsku izvedena je na temelju razlike prinosa između hrvatske državne obveznice i njemačke državne obveznice sa istim rokom dospijeca, u ovom slučaju 10 godina. Ovo predstavlja da je puni rizik zemlje primjenjiv na ovaj sektor.
- 3 Beta imovine je izračunata je kao medijan beta imovina usporedivih kompanija iz ovog sektora.
- 4 Omjer duga i kapitala izračunat je kao medijan omjera duga i kapitala usporedivih kompanija iz ovog sektora.
- 5 Beta kapitala je prilagođena za odnos duga i kapitala korištenjem Hamada formule: Beta kapitala = Beta imovine * [1+(1-T)*(D/E)].
- 6 Očekivana premija za rizik tržišta kapitala je određena na temelju povijesnih razlika između povrata vrijednosnice sa većim rizikom, izračunata na temelju burzovnog indeksa i povrata na (kvazi) bez-rizične investicije na tržištu kapitala. Povijesne studije na razvijenijim tržištima kapitala su pokazale da su prinosi na vrijednosnice bili između 4 i 7 postotnih poena viši nego prinosi na (kvazi) bez-rizične investicije na tržištu kapitala, ovisno o točnom periodu analize. U ovom izvještaju korištena je premija za rizik tržišta kapitala od 6.2%.
- 7 Premija za veličinu društva od 4.83% uključena je u izračun WACC-a (Duff & Phelps 2024 International Valuation Handbook).
- 8 Trošak kapitala izračunat je na temelju međunarodne CAPM formule: $Ke = Rf + CRP + (Beta\ kapitala * EMRP) + SCP$.
- 9 Stopa poreza na dobit od 18% sukladno zakonskoj stopi poreza na dobit u Hrvatskoj, primjenjivoj za društvo. Ovaj izračun podrazumijeva potpuni porezni štiti na dug.
- 10 Trošak duga izračunat je preko raspona marži na obveznice poduzeća iz ovog sektora (Z-spread) [Osnovna dobra; 10god; A (S&P Capital IQ)].

Formula korištena za izračun troška duga je sljedeća: $Kd = (CRP + Rf + Z) * (1-T)$.

11 Formula za izračun WACC-a nakon poreza: $WACC = \{Ke * [1-(D/D+E)]\} + \{Kd * [D/D+E]\}$.

„Reprodukcija bilo kakvih informacija, podataka ili materijala, uključujući ocjene („Sadržaj“) u bilo kojem obliku, zabranjena je, osim uz prethodno pisano dopuštenje odgovarajućeg Pružatelja sadržaja. Takva stranka, njezine podružnice i dobavljači („Pružatelji sadržaja“) ne jamče točnost, primjerenost, potpunost, pravodobnost ili dostupnost bilo kojeg Sadržaja i nisu odgovorni za bilo kakve pogreške ili propuste (nemar ili na neki drugi način), bez obzira na uzrok ili za rezultate dobivene korištenjem takvog Sadržaja. Pružatelji sadržaja ni u kojem slučaju neće biti odgovorni za bilo kakvu štetu, troškove, izdatke, pravne naknade ili gubitke (uključujući izgubljeni prihod ili izgubljenu dobit i oportunitetne troškove) u vezi s bilo kojom upotrebom Sadržaja. Pozivanje na određeno ulaganje ili vrijednosni papir, ocjena ili bilo koje zapažanje o ulaganju koje je dio Sadržaja nije preporuka za kupnju, prodaju ili držanje takvog ulaganja ili vrijednosnog papira, ne odnosi se na prikladnost ulaganja ili vrijednosnog papira i treba ne oslanjati se na njih kao savjet za ulaganje. Kreditne ocjene su izjave mišljenja, a ne izjave činjenica.“

Diskontna stopa - maloprodaja (2/2)

Prosječni ponderirani trošak kapitala na 31.12.2025. - maloprodaja

Kalkulacija	Bez-rizična kamatna stopa	Premija za rizik zemlje	Beta imovine	Omjer duga i kapitala	Ciljani omjer financiranja	Beta kapitala	Premija za rizik tržišta kapitala	Premija za veličinu društva	Trošak kapitala	Stopa poreza na dobit	Z-Spread marža	Trošak duga	WACC
	(Rf)	(CRP)		(D/E)	(D/D+E)		(EMRP)	(SCP)	(CoE)	(T)		(CoD)	
WACC	3,3%	0,31%	0,69	35,7%	26,3%	0,89	6,2%	4,5%	13,6%	18,0%	0,9%	3,71%	10,98%

Izvor: Capital IQ, Duff & Phelps, PwC analiza

Napomene:

- 1 Dugoročna nominalna bez-rizična stopa temelji se na prinosu EUR obveznice Republike Njemačke s dospijecom u 2054.
- 2 Premija državnog rizika za Hrvatsku izvedena je na temelju razlike prinosa između hrvatske državne obveznice i njemačke državne obveznice sa istim rokom dospijeca, u ovom slučaju 10 godina. Ovo predstavlja da je puni rizik zemlje primjenjiv na ovaj sektor.
- 3 Beta imovine je izračunata je kao medijan beta imovina usporedivih kompanija iz ovog sektora.
- 4 Omjer duga i kapitala izračunat je kao medijan omjera duga i kapitala usporedivih kompanija iz ovog sektora.
- 5 Beta kapitala je prilagođena za odnos duga i kapitala korištenjem Hamada formule: Beta kapitala = Beta imovine * [1+(1-T)*(D/E)].
- 6 Očekivana premija za rizik tržišta kapitala je određena na temelju povijesnih razlika između povrata vrijednosnice sa većim rizikom, izračunata na temelju burzovnog indeksa i povrata na (kvazi) bez-rizične investicije na tržištu kapitala. Povijesne studije na razvijenijim tržištima kapitala su pokazale da su prinosi na vrijednosnice bili između 4 i 7 postotnih poena viši nego prinosi na (kvazi) bez-rizične investicije na tržištu kapitala, ovisno o točnom periodu analize. U ovom izvješčaju korištena je premija za rizik tržišta kapitala od 6.2%.
- 7 Premija za veličinu društva od 4.83% uključena je u izračun WACC-a (Duff & Phelps 2024 International Valuation Handbook).
- 8 Trošak kapitala izračunat je na temelju međunarodne CAPM formule: $Ke = Rf + CRP + (Beta\ kapitala * EMRP) + SCP$.
- 9 Stopa poreza na dobit od 18% sukladno zakonskoj stopi poreza na dobit u Hrvatskoj, primjenjivoj za društvo. Ovaj izračun podrazumijeva potpuni porezni štiti na dug.
- 10 Trošak duga izračunat je preko raspona marži na obveznice poduzeća iz ovog sektora (Z-spread) [Osnovna dobra; 10god; A (S&P Capital IQ)].

Formula korištena za izračun troška duga je sljedeća: $Kd = (CRP + Rf + Z) * (1-T)$.

- 11 Formula za izračun WACC-a nakon poreza: $WACC = \{Ke * [1-(D/D+E)]\} + \{Kd * [D/D+E]\}$.

„Reprodukcija bilo kakvih informacija, podataka ili materijala, uključujući ocjene („Sadržaj“) u bilo kojem obliku, zabranjena je, osim uz prethodno pisano dopuštenje odgovarajućeg Pružatelja sadržaja. Takva stranka, njezine podružnice i dobavljači („Pružatelji sadržaja“) ne jamče točnost, primjerenost, potpunost, pravodobnost ili dostupnost bilo kojeg Sadržaja i nisu odgovorni za bilo kakve pogreške ili propuste (nemar ili na neki drugi način), bez obzira na uzrok ili za rezultate dobivene korištenjem takvog Sadržaja. Pružatelji sadržaja ni u kojem slučaju neće biti odgovorni za bilo kakvu štetu, troškove, izdatke, pravne naknade ili gubitke (uključujući izgubljeni prihod ili izgubljenu dobit i oportunitetne troškove) u vezi s bilo kojom upotrebom Sadržaja. Pozivanje na određeno ulaganje ili vrijednosni papir, ocjena ili bilo koje zapažanje o ulaganju koje je dio Sadržaja nije preporuka za kupnju, prodaju ili držanje takvog ulaganja ili vrijednosnog papira, ne odnosi se na prikladnost ulaganja ili vrijednosnog papira i treba ne oslanjati se na njih kao savjet za ulaganje. Kreditne ocjene su izjave mišljenja, a ne izjave činjenica.“

Beta imovine - pekarstvo

Izračun beta imovine - pekarstvo

#	Poduzeće	Industrija	Broj observacija	Beta kapitala	Prosječni D/E	Efektivna porezna stopa	Beta imovine
1	Greggs plc	Pekarski proizvodi	60	1,52	14,8%	24,8%	1,36
2	ARYZTA AG	Pekarski proizvodi	60	0,71	47,0%	16,0%	0,51
3	Poulaillon SA	Pekarski proizvodi	60	0,53	136,1%	24,1%	0,26
4	Loulis Food Ingredients S.A.	Pekarski proizvodi	60	0,37	137,3%	23,2%	0,18
5	Greencore Group plc	Pekarski proizvodi	60	1,09	54,9%	25,3%	0,77
6	Lotus Bakeries NV	Pekarski proizvodi	60	0,71	5,0%	23,5%	0,69
Prosjek (isključujući odstupanja)				0,82	65,9%	24,2%	0,63
Median (isključujući odstupanja)				0,71	51,0%	24,1%	0,60

Bilješke:

- 1. Bete imovine (povijesnih 60 mjeseci ili najdulje moguće).
- 2. Povijesni 60-mjesečni omjer duga (knjigovodstvena vrijednost duga u EUR) i kapitala (tržišna kapitalizacija u EUR).
- 3. Beta s financijskom polugom prilagođena je za Bluem formulom.
- 4. Betama imovine maknuta je financijska poluga koristeći Hamada formulu: $Beta = Beta / [1 + (1 - t) * (D/E)]$.
- 5. Usporediva poduzeća odabrani su temeljem sektora industrije i statistički dovoljnim brojem beta observacija.

Izvor: Capital IQ, PwC analiza

Izvor: S&P Capital IQ, PwC analiza

Beta imovine - maloprodaja

Izračun beta imovine - maloprodaja

#	Poduzeće	Industrija	Broj observacija	Beta kapitala	Prosječni D/E	Efektivna porezna stopa	Beta imovine
1	Koninklijke Ahold Delhaize N.V.	Maloprodaja	60	0,70	67,0%	22,0%	0,46
2	Tesco PLC	Maloprodaja	60	0,93	73,7%	24,6%	0,59
3	Jerónimo Martins, SGPS, S.A.	Maloprodaja	60	0,79	30,8%	25,1%	0,64
4	J Sainsbury plc	Maloprodaja	60	1,32	115,7%	32,2%	0,74
5	Kesko Oyj	Maloprodaja	60	0,99	35,7%	19,8%	0,77
6	Eurocash S.A.	Maloprodaja	60	0,86	184,2%	107,1%	0,99
7	Colruyt Group N.V.	Maloprodaja	60	0,74	22,7%	25,4%	0,63
8	Axfood AB (publ)	Maloprodaja	60	0,86	18,3%	22,8%	0,75
9	TKM Grupp AS	Maloprodaja	60	0,61	74,9%	36,0%	0,41
10	Dino Polska S.A.	Maloprodaja	60	1,10	4,0%	17,9%	1,06
Prosjek (isključujući odstupanja)				0,84	49,2%	25,1%	0,71
Median (isključujući odstupanja)				0,86	35,7%	24,6%	0,69

Bilješke:

1. Bete imovine (povijesnih 60 mjeseci ili najdulje moguće).
2. Povijesni 60-mjesečni omjer duga (knjigovodstvena vrijednost duga u EUR) i kapitala (tržišna kapitalizacija u EUR).
3. Betama imovine maknuta je financijska poluga koristeći Hamada formulu: $Beta = Beta / [1 + (1 - t) * (D/E)]$.
4. Usporediva poduzeća odabrani su temeljem sektora industrije i statistički dovoljnim brojem beta observacija.
5. Beta s financijskom polugom prilagođena je za Bluem formulom.

Izvor: Capital IQ, PwC analiza

Izvor: S&P Capital IQ, PwC analiza

Pro-forma konsolidirani usklađeni neto novac – Trgovina Krk d.d. i NewMip d.o.o. (1/2)

Pro-forma konsolidirani neto novac / (dug)

EUR 000	31-Pro-2025.
	Nerevid.
Novac u banci i blagajni	6.659
Obveze za najmove (MSFI 16)	(12.465)
Obveze prema bankama i drugim financijskim institucijama	(8.300)
Financijska imovina	2.218
Financijske obveze	(7.747)
	-
Izveštajni neto novac / (dug)	(19.635)
Reklasifikacija s neto radnog kapitala:	
Neto potraživanje / (obveza) za porez na dobit	(1) 613
Unaprijed plaćene najamnine	(2) 922
Potraživanja od kupaca dospjela preko 90 dana	(3) 125
Pozajmice povezanim društvima	(4) 1.000
Obveze dobavljačima dospjele preko 90 dana	(5) (108)
Obveze prema dobavljačima osnovnih sredstava	(6) (215)
Obveze za jubilarne nagrade i otpremnine	(7) (192)
Ostale usklade:	
Tržišna vrijednost 25% udjela u NTL-u	(8) 9.341
Dugotrajna imovina namjenjena prodaji (Koprivnica)	(9) 10.161
Dionice kod nepovezanih poduzetnika	(10) 2.203
Usklađeni neto novac / (dug)	4.215

Izvor: Informacije menadžmenta društva Trgovina Krk d.d. i NewMip d.o.o., PwC analiza

U svrhu izračuna fer vrijednosti 11,51% dionica društva Trgovina Krk d.d., izvještajni pro-forma konsolidirani neto dug na 31.12.2025. godine usklađen je za identificirane stavke. Napominjemo da postoje ograničenja za naš rad koje nas sprečavaju u identificiranju i iskazivanju svih mogućih usklada. Ipak, indikativne usklade nisu namijenjene da budu potpune ili točne i jedini cilj je pružiti ilustrativne procjene usklađenog neto duga. Da smo dobili detaljnije informacije, mogle su biti predložene druge i/ili različite usklade.

Reklasifikacije s neto radnog kapitala

- 1) Iznos neto potraživanja za porez na dobit godine ne smatra se dijelom neto radnog kapitala društva;
- 2) Unaprijed plaćene najamnine odnose se na uplaćeni predujam društvu Trgonom d.o.o., odnosno unaprijed plaćene najamnine za naredne tri godine, što po svojoj naravi ima odlike beskatmatne pozajmice te se kao takvo ne smatra dijelom neto radnog kapitala;
- 3) Potraživanja dospjela preko 90 dana se ne smatraju dijelom neto radnog kapitala jer ne predstavljaju normalni tijek poslovanja te potencijalno predstavljaju financiranje kupaca;
- 4) Pozajmice povezanim društvima odnose se na pozajmicu koju je društvo NewMip d.o.o. dalo Čakovečkim mlinovima za potrebe financiranja likvidnosti. Zbog svoje prirode, potraživanje za dane pozajmice se ne smatraju dijelom neto radnog kapitala;
- 5) Obveze dospjele preko 90 dana se smatraju dugom jer ne predstavljaju normalni tijek poslovanja te potencijalno predstavljaju financiranje od strane dobavljača;
- 6) Neto radni kapital usklađen je za iznos obveza prema dobavljačima osnovnih sredstava s obzirom da iste predstavljaju investicijsku aktivnost društva;
- 7) Rezervacije za jubilarne nagrade i otpremnine po svojoj prirodi predstavljaju dug i ne smatraju se dijelom neto radnog kapitala.

Pro-forma konsolidirani usklađeni neto novac – Trgovina Krk d.d. i NewMip d.o.o. (2/2)

Pro-forma konsolidirani neto novac / (dug)

EUR 000	31-Pro-2025.	Nerevid.
Novac u banci i blagajni		6.659
Obveze za najmove (MSFI 16)		(12.465)
Obveze prema bankama i drugim financijskim institucijama		(8.300)
Financijska imovina		2.218
Financijske obveze		(7.747)
		-
Izveštajni neto novac / (dug)		(19.635)
Reklasifikacija s neto radnog kapitala:		
Neto potraživanje / (obveza) za porez na dobit	(1)	613
Unaprijed plaćene najamnine	(2)	922
Potraživanja od kupaca dospjela preko 90 dana	(3)	125
Pozajmice povezanim društvima	(4)	1.000
Obveze dobavljačima dospjele preko 90 dana	(5)	(108)
Obveze prema dobavljačima osnovnih sredstava	(6)	(215)
Obveze za jubilarne nagrade i otpremnine	(7)	(192)
Ostale usklade:		
Tržišna vrijednost 25% udjela u NTL-u	(8)	9.341
Dugotrajna imovina namjenjena prodaji (Koprivnica)	(9)	10.161
Dionice kod nepovezanih poduzetnika	(10)	2.203
Usklađeni neto novac / (dug)		4.215

Izvor: Informacije menadžmenta društva Trgovina Krk d.d. i NewMip d.o.o., PwC analiza

Ostale usklade

8) Društvo ima 25% udjela u NTL-u, što uvećava neto novac za iznos fer vrijednosti na 31.12.2025. koja je izračunata na temelju izvještajne EBITDA-a društva za 2025. u iznosu od EUR 8,6 milijuna i srednje vrijednosti EV/EBITDA multiplikatora od 8,2x za usporediva društva u maloprodaji (kako je prikazano na stranci 51), te umanjeno za diskont za manjak kontrole od 22,2%. Na tako dobivenu vrijednost poslovanja, oduzet je iznos izvještajnog neto duga od EUR 17,3 milijuna čime je izračunata vrijednost 100% kapitala u iznosu od EUR 37,4 milijuna, odnosno udio od 25% u iznosu EUR 9,3 milijuna.

9) Trgovina Krk je 24. studenog 2025. potpisala ugovor o kupoprodaji nekretnine u Koprivnici u ukupnoj vrijednosti EUR 10.161 tisuća. S obzirom da se radi o imovini namijenjenoj prodaji čiji novčani tokovi nisu uključeni u poslovni plan, navedena vrijednost je uključena u izračun neto novca na 31.12.2025.

10) Dionice kod nepovezanih poduzetnika ne predstavljaju operativnu imovinu društva, stoga je njihova tržišna vrijednost na Datum analize vrijednosti uključena u izračun neto novca.

Rječnik (1/5)

Pojam	Definicija / značenje
202xP	Projicirani rezultati u 202x godini
AZTN	Agencija za zaštitu tržišnog
BDP	Bruto domaći proizvod
CAGR	Složena godišnja stopa rasta (eng. Compound annual growth rate)
CapEx	Ulaganja u dugotrajnu materijalnu imovinu (eng. Capital expenditure)
CCC	Ciklus konverzije novca
COVID-19	Bolest uzrokovana SARS-CoV-2
CRP	Premija za rizik zemlje
Datum izračuna	31. prosinca 2025.
DCF	Diskontirani novčani tokovi
d.d.	Dioničarsko društvo

Rječnik (2/5)

Pojam	Definicija / značenje
d.o.o.	Društvo s ograničenom odgovornošću
DIO	Dani vezivanja zaliha
DPO	Dani plaćanja dobavljača
Društvo	Zagrebačke pekarnice Klara d.d.
DSO	Dani naplate potraživanja
DZS	Državni zavod za statistiku
EBIT	Dobit prije kamata i poreza
EBITDA	Dobit prije kamata, poreza i amortizacije
EBT	Dobit prije poreza
EqV	Tržišna kapitalizacija
EU	Europska unija
EUR	Euro

Rječnik (3/5)

Pojam	Definicija / značenje
EV	Vrijednost društva
EV/EBIT	Omjer vrijednosti poduzeća i dobiti prije kamata i poreza
EV/EBITDA	Omjer vrijednosti poduzeća i dobiti prije kamata, poreza i amortizacije
EV/Prihodi	Omjer vrijednosti poduzeća i prihoda
FCF	Slobodni novčani tokovi (eng. Free cash flow)
HNB.	Hrvatska Narodna Banka
ltd.	I tako dalje
Izvještaj	Elaborat o procjeni fer vrijednosti jedne dionice društva Zagrebačke pekarnice Klara d.d.
Klijent	Čakovečki mlinovi d.d.
m	Milijun
m2	Metar kvadratni
MiP	Mlin i pekare d.o.o.

Rječnik (4/5)

Pojam	Definicija / značenje
mlrd.	Milijarda
MSFI	Međunarodni standardi financijskog izvještavanja
n.d.	Nije dostupno
n.k.	Nije kvantificirano
n.p.	Nema podataka
Nerevid.	Nerevidirano
OPEX	Operativni troškovi (eng. Operating expenditure)
p.p.	Postotni poen
PFI	Projicirane financijske informacije
pro.	Prosinac
PwC Hrvatska	PricewaterhouseCoopers Savjetovanje d.o.o.

Rječnik (5/5)

Pojam	Definicija / značenje
Revid.	Revidirano
RH	Republika Hrvatska
RUC	Razlika u cijeni
SKDD	Središnje klirinško depozitarno društvo
S&P	Standard & Poor's
Str.	Stranica
t/000	Tisuća
TTM/LTM	Posljednjih 12 mjeseci
USD	Američki dolar
WACC	Ponderirani prosječni trošak kapitala
ZPK	Zagrebačke pekare Klara d.d.