

VARTEKS D.D.
IZVJEŠTAJ O PROCJENI VRIJEDNOSTI

13. SVIBNJA 2024.

OGRAĐENA UPOTREBA



VARTEKS d.d.

Zagrebačka ulica 94, Varaždin

OIB: 00872098033

Poštovani,

PREDMET: Procjena vrijednosti dionica društva VARTEKS d. d. na dan 12.04.2024. godine

Sukladno našem angažmanu prilažemo Vam konačnu verziju izvještaja o procjeni vrijednosti vlasničkog kapitala društva VARTEKS d.d. („Društvo” ili „VARTEKS”) prema posljednjim dostupnim financijskim podacima.

Izvršili smo procjenu na dan 12.04.2024. („Datum procjene”), uzimajući u obzir podatke i informacije navedene u odjeljku 'Izvori informacija' ovog izvještaja. Sažetak analize prikazan je u pratećem izvješću, zajedno s opisom metodologije i postupka koji smo koristili te čimbenicima koje smo uzeli u obzir prilikom izrade našeg mišljenja.

Ovaj izvještaj o procjeni vrijednosti Društva („Izvještaj”) izdaje se predstavnicima društva VARTEKS d.d. („Klijent”) na razmatranje. Ne obvezujemo se prema nijednoj drugoj strani kojoj bi Izvještaj mogao biti predložen ili koja bi mogla pribaviti kopiju Izvještaja. Koristenje ove procjene vrijednosti od strane trećih strana ili donošenje odluka na temelju nje u potpunosti su i isključivo odgovornost stranaka koje je koriste. Marčinković i partneri d.o.o. („MP” ili „Savjetnik”) ne preuzima nikakve odgovornosti za eventualnu štetu koju bi mogle pretrpjeti strane kao posljedicu donesenih odluka ili radnji temeljenih na našem Izvještaju.

Ovaj Izvještaj temelji se na najnovijim informacijama koje su nam stavljene na raspolaganje po završetku našeg rada 13.05.2024. i nismo ažurirali svoj rad od tog datuma. MP ne preuzima odgovornost niti izražava mišljenje o događajima koji se mogu dogoditi nakon završetka rada, a koji bi mogli utjecati na Društvo i/ili njegovo poslovanje i vrijednost.

Ovaj Izvještaj je prvotno pripremljen na hrvatskom jeziku i svaki prijevod i tumačenje Izvještaja na druge jezike, izrađeno od strane trećih strana, ne obvezuje nas i isključivo je odgovornost korisnika. U slučaju neslaganja između drugih verzija i hrvatske verzije Izvještaja, hrvatska verzija se smatra službenom.

Ovaj Izvještaj nije namijenjen za daljnju distribuciju ili objavljivanje i ne smije se dijeliti s trećim stranama (osim ako to zahtijeva zakon) i ne smije se spominjati niti citirati, u cijelosti ili djelomično, u bilo kojem drugom kontekstu bez našeg prethodnog pismenog pristanka. Da biste dobili primjer ovog Izvještaja, druge strane moraju potpisati Pismo o oslobađanju od odgovornosti (Hold harmless letter). Nadalje, kao autor Izvještaja, MP ne preuzima odgovornost ili obvezu za gubitke koje vlasnici tvrtke ili druge strane mogu pretrpjeti zbog nepoštivanja ovih odredbi.

Ovaj izvještaj podlozan je određenim izuzećima i ograničenjima, kao i svim uvjetima navedenim u Ugovoru, te Vam skrećemo pozornost na važnu napomenu te ograničavajuće uvjete i pretpostavke na sljedećoj stranici.

S poštovanjem



MARČINKOVIĆ I PARTNERI d.o.o.
Z A G R E B

Mato Marčinković, Ovlašteni procjenitelj

Marčinković i partneri d.o.o.

OGRANIČENJA I IZUZEĆA

Opseg rada

Procjena vrijednosti bilo kojeg finansijskog instrumenta ili društva zahtijeva informiranu prosudbu. Ova informativna analiza temelji se na informacijama i pretpostavkama navedenim u ovom izvještaju, pripadajućim prilogima i povezanim radnim dokumentima, i uključuje određene ograničenja i pretpostavke. Iznosi izneseni u ovom izvještaju mogu biti zaokruženi na temelju detaljnih pratećih izračuna. Uvjeti našeg angažmana su takvi da nemamo obvezu ažurirati ovaj izvještaj ili revidirati analizu procjene vrijednosti zbog događaja i transakcija koji su se dogodili nakon Datuma procjene.

Korištenje izvještaja

Naš angažman rezultirao je procijenjenom vrijednosti Društva na temelju dostavljene dokumentacije i informacija. Budući trend prihoda i profitabilnosti neizvjestan je i promjenjiv po prirodi te odražava pretpostavke u skladu s očekivanjima menadžmenta. Primatelji ovog izvještaja trebaju biti svjesni da ne dajemo eksplicitne ili implicitne izjave i ne jamčimo za točnost i potpunost informacija koje čine projekcije i sadržane u ovom Izvješću, te da nijedan dio Izvješća neće biti niti se može tumačiti kao jamstvo ili procjena budućih rezultata. Procijenjena vrijednost ne predstavlja pravičnu naknadu (*fairness opinion*) ili investicijski savjet i ne treba se tako tumačiti. Poduzimanje bilo kakve investicijske ili slične aktivnosti od strane adresiranog primatelja ovog izvještaja i/ili bilo kojeg korisnika ovog izvještaja je isključiva odgovornost primatelja i/ili korisnika izvještaja, pri čemu će primatelj i/ili korisnik izvještaja uzeti u obzir informacije koje nisu bile predmet našeg angažmana ili nam nisu bile dostupne, a kojih su primatelj i/ili korisnik izvještaja svjesni.

Izostanak verifikacije informacija

Pretpostavili smo da su sve zaprimljene informacije i podaci koje je pružio Klijent, potpune i točne. U sklopu našeg rada, također smo se oslanjali na javno dostupne podatke iz priznatih izvora finansijskih informacija. Nijedne od informacija koje smo uzeli u obzir nisu dodatno provjerene ili potvrđene s naše strane.

Distribucija izvještaja

Bilo koja osoba koja nije navedeni primatelj ovog Izvještaja ili koja nije prethodno potpisala i dostavila MP-u pismo o oslobađanju od odgovornosti za njegovo korištenje, nema ovlaštenje za pristup ovom Izvještaju. Ne prihvaćamo niti preuzimamo odgovornost prema bilo kojoj neovlaštenoj osobi kojoj je ovaj Izvještaj prikazan ili bilo kojoj drugoj osobi koja mu na bilo koji način može pristupiti. Ako se bilo koja neovlaštena osoba odluči oslanjati na sadržaj ovog Izvještaja, čini to potpuno na vlastitu odgovornost.

U slučaju da bilo koja neovlaštena osoba dobije pristup i pročita ovaj Izvještaj, takva osoba prihvaća i suglasna je da je ovaj Izvještaj pripremljen u skladu s uputama isključivo za korist i upotrebu primatelja i drugih strana za koje smo izričito pismeno suglasili da mogu imati koristi od našeg rada ili se na njega oslanjati. MP, njegovi zaposlenici i partneri, ne duguju niti prihvaćaju bilo kakve obveze ili odgovornosti prema čitatelju, bez obzira na ugovor ili delikt (uključujući nemar i kršenje zakonskih obveza), ili bilo koji drugi način odgovornosti koji proizlazi iz pristupa ovom izvještaju. Nećemo biti odgovorni za bilo kakav gubitak, štetu ili troškove bilo koje vrste koji proizlaze iz upotrebe ovog izvještaja.

SKRAĆENICE

Skraćenica	Opis
MP, Savjetnik	Marčinković i partneri d.o.o., Ulica grad Vukovara 269g, Zagreb, Hrvatska
Društvo ili Klijent	VARTEKS d.d., Zagrebačka ulica 94, Varaždin
CAPEX	Kapitalni izdaci (Capital expenditures)
CAPM	Capital Asset Pricing Model
HNB	Hrvatska narodna banka
DCF	Diskontirani novčani tijek (Discounted Cash Flow)
DIO	Dani vezivanja zaliha (Days inventory turnover)
DSO	Dani naplate potraživanja (Days sales outstanding)
DPO	Dani plaćanja dobavljača (Days payables outstanding)
DLOC	Diskont za nedostatak kontrole (Discount for lack of control)
EBIT	Dobit prije kamata i poreza (Earnings before interest and tax)
EBITDA	Dobit prije kamata, poreza i amortizacije (Earnings before interest, tax, depreciation and amortisation)
NOPAT	Neto operativna dobit umanjena za prilagođeni porez (Net operating profit less adjusted taxes)
IVS	Međunarodni standardi za procjene vrijednosti (International Valuation Standards)
KV	Knjigovodstvena vrijednost
WACC	Prosječni ponderirani trošak kapitala (Weighted average cost of capital)

SADRŽAJ

1	SAŽETAK	5
2	OPĆI I FINANCIJSKI PREGLED DRUŠTVA	10
3	POSLOVNO OKRUŽENJE	15
4	METODOLOGIJA VREDNOVANJA	19
5	TRŽIŠNI PRISTUP	24
6	DOHODOVNI PRISTUP	26
7	TROŠKOVNI PRISTUP	31
8	DODATAK	33

DIO 1
SAŽETAK

SAŽETAK PROCJENE VRIJEDNOSTI

PODRUČJE	STR.
Parametri vrednovanja	6
Zaključak analize	9

PARAMETRI VREDNOVANJA (1/3)

Ključni parametar	Opis
Predmet i svrha Izvještaja	<p>Marčinković i partneri d.o.o. („MP“) angažirani su od strane rukovodstva društva VARTEKS d.d. („Klijent“) kako bi izrazili svoje mišljenje i zaključke o tržišnoj vrijednosti dionica društva VARTEKS d.d., koristeći preliminarne financijske izvještaje na dan 31.12.2023. godine.</p> <p>Predmet ovog Izvještaja je procjena fer vrijednosti Društva, a koju će Klijent koristiti u svrhu utvrđivanja pravične naknade sukladno Čl. 341. st. 9. -11. Zakona o tržištu kapitala (NN 65/2018, 17/2020., 83/2021., 151/2022.).</p>
Datum i valuta Izvještaja	<p>Fer vrijednost procijenjena je na dan 12.04.2024. godine („Datum procjene“).</p> <p>Osim ako nije drugačije naznačeno, brojke predstavljene u ovom Izvještaju prikazane su u valuti Euro („EUR“).</p>
Primateelj izvještaja	Namjeravani primatelj i korisnik ovog Izvještaja je Klijent.
Osnova vrijednosti	Za navedenu svrhu korišten je standard “Fer vrijednost”, definiran prema IVS kao procijenjeni iznos za koji bi neka imovina ili obveza mogla biti razmijenjena na datum procjene između voljnog kupca i voljnog prodavatelja po tržišnim uvjetima nakon prikladnog oglašavanja, te kada su obje strane postupile upućeno, razborito i bez prisile.
Premise vrijednosti	<p>Fer vrijednost procijenjena je na osnovu premise trenutne upotrebe (Value in use) koja pretpostavlja korištenje imovine prema trenutnim okolnostima, a ne onim okolnostima koje bi maksimizirale potencijal i stvorile najveću vrijednost za vlasnika (Highest and best use).</p> <p>Vrijednost je procijenjena ne uzimajući u obzir transakcijske troškove i bez usklađivanja za bilo koje poreze koje bi bilo koja strana plaćala kao izravnu posljedicu transakcije.</p> <p>Također, faktori specifični za određenog kupca ili prodavatelja koji nisu dostupni sudionicima na tržištu isključeni su iz ulaznih parametara koji se koriste u predmetnoj analizi. Dakle, procijenjena tržišna vrijednost ne odražava atribute imovine koji su vrijedni za određenog vlasnika ili kupca i koji nisu dostupni drugim kupcima na tržištu (npr. dodatna vrijednost kroz stvaranje portfelja sredstava, sinergije, porezne olakšice ili porezna opterećenja jedinstvena za subjekt, i sl.).</p>

PARAMETRI VREDNOVANJA (2/3)

Ključni parametar

Opis

Izvor informacija i provedeni postupci

Informacije korištene od strane MP-a kod pripreme ovog Izvještaja prikupljene su iz različitih izvora, kako je navedeno u Dodatku 1 ovog Izvještaja.

Postupci koje smo slijedili u skladu su s općim načelima vrednovanja u vezi s vrednovanjem društava s ograničenom odgovornošću. Razmotrili smo općeprihvaćene čimbenike uključujući, ali ne ograničavajući se na, sljedeće:

- Prirodu poslovanja, rizici kojima je podložno poslovanje, povijesni obrasci rasta i buduća razmatranja;
- Opću gospodarsku perspektivu, položaj industrije u postojećem gospodarstvu i položaj poduzeća unutar svoje industrije;
- Knjigovodstvenu vrijednost i opće financijsko stanje poslovanja;
- Sposobnost poslovanja za isplatu dividende;
- Postojanje podcijenjenih materijalnih i nematerijalnih vrijednosti;
- Sve nedavne prodaje udjela tvrtke;
- Tržišnu cijenu dionica, udjela ili imovine tvrtki koje se bave srodnim djelatnostima gdje se takvim dionicama trguje na burzi; i
- Druge činjenice i okolnosti za koje smo procijenili da su važne za ukupnu vrijednost.

Angažman nije uključivao dodatnu provjeru i verifikaciju dostavljenih i javno dostupnih informacija. Sukladno tome, naša indikativna financijska analiza Društva te shodno tome i indikativna (desktop) analiza vrijednosti Društva je ograničena i ovisna o kvaliteti i dostupnosti pripremljenih podataka, za koje ne preuzimamo nikakvu odgovornost i ne iznosimo stavove vezane za točnost i potpunost niti izdajemo uvjerenje u tom smislu.

Ograničenja i pretpostavke

Projekcije poslovanja korištene u ovom izvještaju sadrže određene stavove, procjene i projekcije u odnosu na očekivane buduće rezultate Društva. Takvi stavovi, procjene i projekcije pripremljene su od strane rukovodstva Društva i ne moraju se pokazati točnima. U ovom Izvještaju ne dajemo nikakvo mišljenje ili stajalište vezano uz točnost takvih stavova, procjena i projekcija jer u stvarnosti obično postoje odstupanja između procjena i stvarnih rezultata, a ta odstupanja mogu biti materijalno značajna. Također, poslovanje Društva izloženo je čimbenicima na koje Društvo ne može utjecati, poput makroekonomskih čimbenika (kretanje BDP a RH i sl.), geopolitičkih problema (invazija Rusije na Ukrajinu, nemiri na bliskom istoku), više sile i sl.

PARAMETRI VREDNOVANJA (3/3)

Ključni parametar

Opis

Korištena metodologija

Iako se pristupi i metode procjene vrijednosti i detalji analiza razlikuju između pojedinih subjekata, postoje tri opće prihvaćena pristupa koja se koriste za procjene vrijednosti kompanija:

- Dohodovni pristup
- Tržišni pristup
- Troškovni pristup

U okviru tri osnovna pristupa može se koristiti nekoliko metoda za procjenu vrijednosti.

Dohodovni pristup predstavlja opći način određivanja vrijednosti vlasničkog udjela koristeći jedan ili više načina pretvorbe planirane ekonomske koristi u sadašnju vrijednost. Dohodovni pristup vrednovanju temelji na financijskom konceptu da je vrijednost subjekta procjene jednaka sadašnjoj vrijednosti budućih novčanih tokova koje taj subjekt može generirati. Dakle, dohodovni pristup može se koristiti i za procjene vrijednosti ne samo poslovanja, već i nekretnina, materijalne i nematerijalne imovine.

Tržišni pristup indicira vrijednost društva temeljem tržišnih parametara koji se mogu promatrati temeljem (i) cijene dionice na uređenom (aktivnom) tržištu, (ii) usporedbe predmetnog društva sa usporedivim društvima koja se bave sličnim poslovnim aktivnostima i čijim se dionicama trguje na uređenim tržištima kapitala ili (iii) koja su dio javnih ili privatnih transakcija.

Troškovni pristup temelji se na načelu supstitucije, putem koje kupac imovine nije spreman platiti više nego što bi bili troškovi zamjene s imovinom iste funkcionalnosti. Troškovni pristup ne uzima u obzir potencijal zarada poslovnog subjekta.

Troškovni pristup u obzir svu materijalnu i nematerijalnu imovinu i obveze subjekta procjene, bez obzira na knjigovodstveno iskazane vrijednosti. Razlika između procijenjene fer tržišne vrijednosti imovine i obveza predstavlja vrijednost kapitala.

Kako bismo došli do zaključka vrijednosti, koristili smo tržišni i dohodovni pristup vrednovanju.

Molimo pogledajte poglavje 4 za detaljno objašnjenje svake od metoda procjene vrijednosti te razloge odabira pojedine metode.

ZAKLJUČAK ANALIZE

Na temelju činjenica, pretpostavki i metoda korištenih u našoj analizi, procjenjujemo da je fer vrijednost jedne dionice Društva jednaka 0,06 EUR na dan 12.04.2024. godine.

Pristup i metodologija

Marčinković i partneri d.o.o. („MP” ili „Savjetnik”) izvršili su procjenu fer vrijednosti dionica društva VARTEKS d.d. na dan 12.04.2024. godine na temelju financijskih izvješća za razdoblje od 2020. do 2022. godine, preliminarnih financijskih izvješća na dan 31.12.2023. i 31.03.2024. godine te financijskih projekcija za 2024. godinu, uz dostupne javne podatke. Financijske projekcije pripremljene su od strane Savjetnika temeljem povijesnih rezultata poslovanja i budućih očekivanja.

U svrhu izračuna vrijednosti razmotrili smo općeprihvaćene pristupe i metode vrednovanja poslovanja, te koristili sljedeće:

Pristup	Metoda
Tržišni pristup	Metoda tržišne cijene
Dohodovni pristup	DCF metoda
Troškovni pristup	NAV metoda

- Koristili smo metodu tržišne cijene jer dionice Društva kotiraju na uređenom tržištu, međutim, trgovanje dionicom ne zadovoljava kriterije aktivnog tržišta i promet je materijalno zanemariv, stoga je istu potrebno koristiti uz primjenu ostalih metodoloških alata.
 - Dohodovni pristup najbliži je konceptu „čiste” fundamentalne vrijednosti kompanije te uzima u obzir razvojni potencijal. Pod pretpostavkom sadašnje upotrebe, stvarna vrijednost poslovanja Društva odražavala bi se u budućem potencijalu zarade korištenjem temeljne imovine (štavljanjem iste u upotrebu). Stoga je DCF metoda u okviru dohodovnog pristupa prikladna za analizu vrednovanja.
 - Statički pristup vrednovanju također smo koristili obzirom na činjenicu da je Savjetnik zaprimio procjenu tržišne vrijednosti za većinu imovine Društva.
- Razlog nekoristenja ostalih pristupa i metoda vrednovanja:
- Nismo koristili ostale metode tržišnog pristupa radi nemogućnosti identifikacije uzorka društava koje su bile predmet recentnih transakcija (M&A) i čije dionice kotiraju na uređenom tržištu, a koje su prema profilu, veličini i tržišcima usporedive s Društvom.

Zaključak

S obzirom na prethodno navedeno, mišljenja smo kako je indikativna tržišna vrijednost jedne dionice Društva na dan 12.04.2024. godine jednaka 0,06 EUR, strukturirano kako slijedi:

Rekapitulacija izračuna	Donja vrijednost	Srednja vrijednost	Gornja vrijednost	Ponder
Tržišna cijena	0,25 €	0,28 €	0,31 €	20%
DCF	0,00 €	0,00 €	0,08 €	40%
NAV	0,00 €	0,00 €	0,00 €	40%
Fer vrijednost	0,05 €	0,06 €	0,09 €	100%

Unatoč činjenici da se dionicama Društva relativno slabo trguje (1,6% u odnosu na broj izdanih dionica u posljednjih godinu dana) te promet ne zadovoljava načelo aktivnog tržišta sukladno Zakonu o tržištu kapitala u RH, metodu tržišne cijene u određenoj mjeri potrebno je uzeti u obzir prilikom vrednovanja Društva, uz primjenu ostalih metodoloških alata. Sukladno navedenom, zaključna fer vrijednost izračunata je kao ponderirani prosjek korištenih metoda.

Primjenom sva tri pristupa procjene, indikativna tržišna vrijednost jedne dionice Društva kreće se u rasponu od 0,05 EUR do 0,09 EUR, uz srednju vrijednost od 0,06 EUR.

Izračun vrijednosti primjenom DCF metode baziran je na pretpostavkama oporavka poslovanja te poslovanja s profitom na razini industrijske norme (11% EBITDA marža) u periodu od 3-5 godina. Unatoč tome, Društvo pod premissom trenutne upotrebe (Value in use) imovine, koja pretpostavlja korištenje imovine prema trenutnim okolnostima, a ne onim okolnostima koje bi maksimizirale potencijal i stvorile najveću vrijednost za vlasnika, nema mogućnost ostvarivanja povrata za vlasnike. Takav rezultat produkt je visoke zaduženosti u odnosu na operativni kapacitet poslovanja.

Rezultat analize vrednovanja ne predstavlja mišljenje o pravičnosti naknade (fairness opinion) ili investicijski savjet i ne treba se tako tumačiti. Naši zaključci ne služe kao zamjena za proces dubinskog snimanja, a financijske institucije ili bilo koja druga treća strana trebala bi izvršiti vlastiti dubinski snimak kako bi strukturirala moguću transakciju. Sukladno tome, ovo izvješće o procjeni vrijednosti nije namijenjeno u investicijske svrhe.

DIO 2
**OPĆI I FINANCIJSKI PREGLED
DRUŠTVA**

PREGLED OSNOVNIH INFORMACIJA O DRUŠTVU

PODRUČJE	STR.
Opći podaci o Društvu	11
Pregled poslovanja	13
Pregled financijskog stanja	14

OPĆI PODACI O DRUŠTVU

Društvo Varteks d.d. ima bogatu povijest i tradiciju u modnoj i tekstilnoj industriji.

Vlasništvo i pravni oblik

Dionice Varteksa d.d., kojima se trguje pod simbolom VART, izvršene su na Zagrebačku burzu i kotiraju na Službenom tržištu. Na dan 31.12.2023. godine temeljni kapital Društva iznosi 6.671.558 EUR i podijeljen je na 5.026.686 redovnih dionica, svaka nominalne vrijednosti 1,3272 EUR.

Društvo je upisano u registar Trgovačkog suda u Varaždinu, poslovni broj iz upisnika Tt: 95/463-2 (MBS) 070004039, M.B. 3747034, OIB: 00872098033 VAT: HR00872098033.

Ukratko o društvu

Društvo Varteks d.d., čiji počeci datiraju iz 1918. godine, ima bogatu povijest i tradiciju u modnoj i tekstilnoj industriji. Iako je nekada imalo više od 10.000 zaposlenih, danas s oko 650 zaposlenika i dalje spada među najveće poslodavce u sjeverozapadnoj Hrvatskoj. Posljednjih desetak godina, Varteks je ubrzano gubio na snazi, suočavajući se s padom prodaje, smanjenjem profita i drugim izazovima. Unatoč prošlim izazovima, današnja tržišna strategija Varteksa pruža priliku za ponovno uspostavljanje vodeće pozicije u modnoj i tekstilnoj industriji. Tvrtka je otvorena prema novim idejama i naprednim tehnologijama, te aktivno surađuje s relevantnim institucijama i prati tržišne trendove.

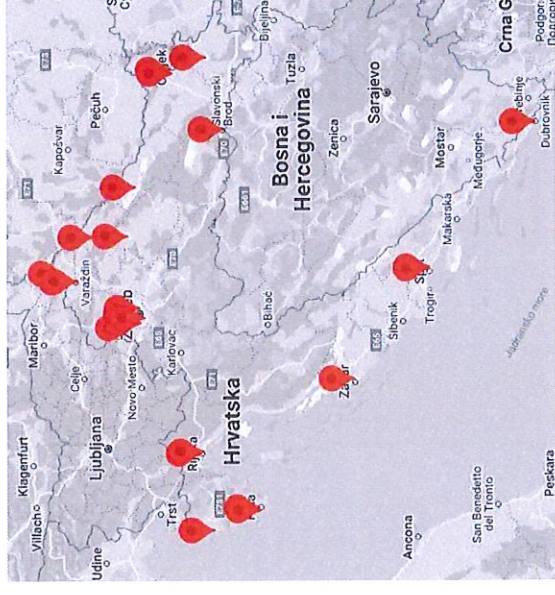
Varteks je obnovio svoju maloprodajnu mrežu trgovina diljem Hrvatske, stvarajući atraktivne modne linije koje su postale poželjne kod potrošača, te ostvaruje značajne prihode od prodaje vlastitih robnih marki. Istovremeno, proizvodnja i prodaja specijalizirane odjeće za posebne namjene i korporativno odijevanje ostaju stabilne i spremne za daljnji razvoj na višim razinama.

Varteks ima četiri ključna segmenta poslovanja: maloprodaju (fokusirana na razvoj, proizvodnju i prodaju vlastitih robnih marki), veleprodaju i zastupništva, proizvodnju za druge (uglavnom izvozne ugovorene poslove) te specijaliziranu odjeću (proizvodnju i prodaju odjeće specijalnih namjena). Veći dio prodajnog asortimana proizvodi se u Varteksovima pogonima, dok manji dio čini roba drugih proizvođača s kojima tvrtka ima partnerski odnos.

Plasman proizvoda

Varteks uglavnom prodaje svoje proizvode na domaćem tržištu putem vlastitih maloprodajnih trgovina, što je rezultat ulaganja u vlastiti dizajn i razvoj proizvoda. Tvrtka je implementirala bolju cjenovnu strategiju koja koristi kvalitetu svojih proizvoda te koristi naprednije oblike digitalnog marketinga kako bi proširila svoj portfelj vlastitih proizvoda.

Krajem FY2022, Varteks je imao 23 maloprodajne trgovine, 1 maloprodajnu outlet trgovinu, pop-up outlet, salon za šivanje po mjeri te web trgovinu. Web trgovina kontinuirano bilježi rast prihoda iz godine u godinu.



OPĆI PODACI O DRUŠTVU

Društvo većinu prihoda (gotovo 60%) ostvaruje kroz segment maloprodaje, te je tijekom FY2022 imalo 23 maloprodajne trgovine, 1 maloprodajnu outlet trgovinu i pop-up outlet.

Struktura prihoda

Osim aktivne prodaje na domaćem tržištu, Varteks vodi i proaktivnu izвозnu politiku, pri čemu je oko 27% njihovih prihoda od prodaje ostvareno na stranim tržištima tijekom FY2022. Varteks se ističe kao jedan od najvećih hrvatskih izvoznika odjeće koji izvozi u više od 10 zemalja, pri čemu je najviše izvoza usmjereno prema zemljama Europske unije. Tijekom FY2022, u pogledu izvoznih aktivnosti, Varteks je nastavio surađivati s dosadašnjim renomiranim poslovnim partnerima. U drugom FY2022, započela je suradnja s novim kupcem iz Italije što ukazuje na proširenje tržišta i potencijalni rast izvoza u budućnosti.

U FY2022 glavne zemlje gdje je Društvo izvozilo bile su Njemačka, Švedska, Italija i Slovenija, dok se od prekoceanskih zemalja ističe Singapur.

Zemlje izvoza



Vlastite robne marke

- **Varteks Limited** je kolekcija najviše kvalitete, koja jasno iskazuje ambicije k unaprijeđenju kvalitete cijelog portfelja, ali i doprinosi profitabilnosti
- najekskluzivnija linija **Varteks šivanje po mjeri** i dalje značajno raste u volumenu, dok **usluga šivanja po mjeri** predstavlja vrhunac Varteksove ekspertize u izradi odijela, sakoa, hlača i kaputa.

Vlastite robne marke (nastavak)

- 2022. godine u ponudu je uključena **usluga izrade personaliziranih odijela** koja omogućuje kupcima da naruče izradu odijela iz kolekcije, uz njihov izbor tkanine i drugih detalja iz ponude
- **Varteks Man** je glavna linija odijela, izrađena od kvalitetnih svjetskih tkanina, modernih krojeva i vrhunske izrade
- **Varteks Young** je brend koji se obraća kupcima prvog odijela (maturalne večeri, krizme, promocije itd.) u nižoj cjenovnoj kategoriji; time se napušta strategija diskontiranja glavne linije odijela kako bi se pariralo konkurenciji u tom segmentu
- **V:TEX** je outdoor serija najviše kvalitete za maloprodaju koja slijedi iz ekspertize Varteks Pro-a koji proizvodi najzajetvije uniforme prema visokim standardima
- **Varteks Woman** je kolekcija poslovne elegancije za žene. Ponudu čine različiti kompleti, sakoi, hlače i odijela izrađeni od vunenih tkanina vrhunskih proizvođača.

Proizvodnja za druge

- Od 1994. godine, Varteks proizvodi odjeću za Hugo Boss te je već ptnaestak godina uzastopce među vodećim dobavljačima ove modne kuće.
- Od 2003. godine, Varteks proizvodi i razvija mušku odjeću za J.Lindeberg, modnu kuću sa sjedištem u Skandinaviji, osnovana 1996. godine u Stockholmu, s ciljem stvaranja globalno prepoznatog modnog brenda.
- Od 2022. godine, Varteks proizvodi mušku odjeću za Lubiam. Lubiam je talijanski brend koji je osnovan 1939. godine.

PREGLED POSLOVANJA

Procesi vezani uz operativno i financijsko restrukturiranje Društva započeti tijekom FY2020 obilježili su promatrano razdoblje, dok glavni prioritet ostaje povećanje efikasnosti u proizvodnom procesu, ali i unaprijeđenje efikasnosti na razini cijelog društva kroz racionalizaciju i optimizaciju troškova u svim sektorima, a za što Društvo vjeruje kako će u FY2024 rezultirati pozitivnim EBITDA rezultatom.

RDG (VARIJEKS)	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	3m2024	2020-2023
EUR	Ostvareno	Ostvareno	Ostvareno	Preliminarno	Preliminarno	CAGR
A						
Prihodi od prodaje	15.084.821	14.074.015	14.385.680	12.850.572	2.515.381	-5,2%
Ostali poslovni prihodi	746.077	6.832.899	2.847.142	1.778.718	93.702	33,6%
Poslovni prihodi	15.830.897	20.906.914	17.232.822	14.629.290	2.609.083	-2,6%
Promjene vrijednosti zaliha	2.001.973	(983.194)	(771.177)	(1.245.847)	254.099	-183,4%
Materijalni troškovi	(9.089.286)	(7.654.132)	(6.229.369)	(4.961.999)	(1.175.075)	-18,3%
Troškovi osoblja	(6.092.605)	(7.657.398)	(7.917.854)	(7.060.888)	(1.873.353)	5,0%
Ostali troškovi	(2.299.239)	(2.459.948)	(2.414.203)	(2.034.035)	(455.717)	-4,0%
Vrijednosna usklađenja	(1.138.570)	(148.749)	(95.132)	(130.651)	(406.082)	-51,4%
Rezerviranja	(256.319)	(35)	(1.523)	(8.199)	-	-68,3%
Ostali poslovni rashodi	(780.696)	(315.086)	(226.700)	(280.627)	(51.626)	-28,9%
Poslovni rashodi	(17.654.742)	(19.198.562)	(17.655.958)	(15.722.246)	(3.707.754)	-3,8%
EBITDA izvještajna	(1.823.845)	1.708.352	(423.136)	(1.092.956)	(1.098.670)	-15,7%
<i>EBITDA - A marža izvještajna</i>	<i>-11,5%</i>	<i>8,2%</i>	<i>-2,5%</i>	<i>-7,5%</i>	<i>-42,1%</i>	<i>N/A</i>
MSFI 16 - trošak najmuva	(700.511)	(697.857)	(762.493)	(723.330)	N/A	1,1%
EBITDA prije MSFI 16	(2.524.356)	1.010.495	(1.185.629)	(1.816.286)	(1.098.670)	-10,4%
<i>EBITDA - 1 marža prije MSFI 16</i>	<i>-15,9%</i>	<i>4,8%</i>	<i>-6,9%</i>	<i>-12,4%</i>	<i>-42,1%</i>	<i>N/A</i>
Izvanredni prihodi	(746.077)	(6.832.836)	(2.847.142)	(1.778.717)	N/A	33,6%
Izvanredni rashodi	780.696	315.086	226.703	280.625	N/A	-28,9%
EBITDA - prilagođena	(2.489.737)	(5.507.255)	(3.806.068)	(3.314.378)	(1.098.670)	10,0%
<i>EBITDA - A marža prilagođena</i>	<i>-15,7%</i>	<i>-26,3%</i>	<i>-22,1%</i>	<i>-22,7%</i>	<i>-42,1%</i>	<i>N/A</i>
Amortizacija	(1.253.737)	(1.228.360)	(1.298.530)	(1.221.800)	(286.568)	-0,9%
EBIT (na izvještajnu EBITDA-u)	(3.077.582)	479.992	(1.721.666)	(2.314.756)	(1.385.238)	-9,1%
Financijski prihodi	648.957	323.211	241.812	1.299	3.213	-87,4%
Financijski rashodi	(1.712.924)	(1.448.065)	(1.630.928)	(2.117.020)	(727.610)	7,3%
Neto financijski rezultat	(1.063.968)	(1.124.854)	(1.389.116)	(2.115.721)	(724.397)	25,8%
Dobit prije poreza	(4.141.550)	(644.862)	(3.110.782)	(4.430.477)	(2.109.635)	2,3%
Porez na dobit	47.459	709.179	278.721	39.188	7.676	-6,2%
Dobit (gubitak) razdoblja	(4.094.091)	64.318	(2.832.061)	(4.391.289)	(2.101.959)	2,4%
<i>Neto marža</i>	<i>-25,9%</i>	<i>0,3%</i>	<i>-16,4%</i>	<i>-30,0%</i>	<i>-80,6%</i>	<i>N/A</i>

Društvo većinu prihoda od prodaje ostvaruje na domaćem tržištu kroz segment maloprodaje, a kroz koji je tijekom FY2023 ostvareno 7.577 tisuća EUR prihoda (što čini 59% ukupnih prihoda od prodaje). Ukupni prihodi maloprodaje su za 21% manji nego u FY2022. Uspješna prodajna mreža predstavlja značajan potencijal rasta u narednim razdobljima.

- Većina izvoza odvija se prema zemljama Europske unije, pri čemu su Italija i Švedska najznačajniji izvozni partneri, dok su u FY2023 narasli i prihodi od izvoza za 3%.
- Prodaja putem web trgovine ostvarila je stabilan rast u FY2022, s više od 10 tisuća kupnji ostvarenih preko tog prodajnog kanala.
- Ostali poslovni prihodi ponajviše se odnose na dobit iz promjene fer vrijednosti ulaganja na nekretnini, na dobit iz prodaje nekretnina te na prihode od ukidanja rezervacija.
- Društvo planira razvoj novog brenda s izraženim fokusom na izvozna tržišta Europske unije i šire, prepoznajući veliki potencijal za rast prodaje na tim područjima.

Većina poslovnih rashoda odnosi se na troškove osoblja, dok je Društvo na 31Pro2023 zapošljavalo 633 djelatnika (smanjenje od 12% u odnosu na 31Pro2022), a ukupni troškovi osoblja istovremeno su pali za 11%.

- Materijalni troškovi obuhvaćaju uobičajne izdatke za sirovine, materijale, energiju i vanjske usluge potrebne za obavljanje temeljne djelatnosti. Naglo povećanje cijena energenata na globalnom tržištu je rezultiralo povećanjem općih troškova, prije svega sirovina i materijala.

- Društvo i dalje ulaže iznimne napore u izradi nove organizacijske strukture koja će rezultirati većom efikasnošću poslovanja i povećanim zadovoljstvom zaposlenika.

Izvještajna EBITDA izuzev FY2021 negativna je tijekom promatranog perioda, dok je prilagođena EBITDA pod snažnim utjecajem jednokratnih prihoda, koji se u prvom redu odnose na prihode od prodaje dugotrajne imovine i na prihode iz promjene fer vrijednosti ulaganja na nekretnine. U FY2024, očekuje se kako će povećanje efikasnosti na razini cijelog društva rezultirati pozitivnim EBITDA rezultatom.

PREGLED FINANCIJSKOG STANJA

Društvo se i dalje susreće s izazovima nelikvidnosti u poslovanju i prevelike zaduženosti. U FY2024 planira se prodaja dugotrajne imovine u iznosu od 6.500 tisuća EUR čime bi se smanjila zaduženost i podmirile dospjele obveze, dok Društvo također planira restrukturirati dug i poboljšati vlastitu likvidnost čime bi se uklonila opasnost od potencijalne blokade (dobavljača, Porezne uprave i sl.) i smanjila neizvjesnost vezana uz nastavak poslovanja Društva.

Prilagođena bilanca stanja (VARTEKS)

EUR	31Pro-2020	31Pro-2021	31Pro-2022	31Pro-2023	31Ožu-2024	2020-2023
	Ostvareno	Ostvareno	Ostvareno	Ostvareno	Preliminarno	CAGR
A						
Nematerijalna imovina	177.480	170.986	154.704	128.969	110.209	-10,1%
Materijalna imovina	26.042.405	28.855.150	24.888.572	25.509.816	25.342.055	-0,7%
Infrastruktura	26.219.885	29.026.116	25.043.276	25.638.785	25.452.264	-0,7%
Zalihe	6.678.039	5.657.462	4.552.014	2.966.035	2.293.286	-23,7%
Potraživanja od kupaca	943.511	3.999.323	4.016.672	3.750.424	3.546.746	58,4%
Obveze prema dobavljačima	(3.549.794)	(3.465.641)	(3.283.289)	(3.636.615)	(3.727.171)	0,8%
Trgovinski radni kapital	4.071.755	6.191.145	5.285.397	3.079.844	2.112.861	-8,9%
Ostala potraživanja	430.899	237.986	175.907	185.075	114.199	-24,6%
Aktivna vremenska razgraničenja	40.210	83.345	64.783	119.727	81.942	43,9%
Ostale kratkoročne obveze	(3.323.432)	(2.797.128)	(3.622.095)	(3.664.128)	(3.890.891)	3,3%
Pasivna vremenska razgraničenja	(431.806)	(342.896)	(179.091)	(196.567)	(205.399)	-23,1%
Ostali radni kapital	(3.284.129)	(2.818.693)	(3.560.496)	(3.555.893)	(3.900.149)	2,7%
Neto radni kapital	787.626	3.372.452	1.724.901	(476.049)	(1.787.287)	-184,5%
B						
Dugoročne financijske obveze	(9.751.036)	(11.176.487)	(7.288.534)	(6.067.360)	(6.112.195)	-14,6%
Kratkoročne financijske obveze	(11.523.272)	(10.491.647)	(11.972.785)	(16.163.148)	(17.462.168)	11,9%
Dugotrajna financijska imovina	662.992	770.709	482.809	479.210	428.396	-10,3%
Kratkotrajna financijska imovina	98.494	372.334	547.086	33.016	108.440	-30,5%
Novac u banci i blagajni	93.225	851.388	197.200	135.620	45.404	13,3%
Neto (dug)/višak novca	(20.419.596)	(19.673.703)	(18.034.224)	(21.582.662)	(22.992.123)	1,9%
C						
Dugotrajna potraživanja	25.024	5.003	2.026	624	465	n/a
Dugoročna rezerviranja	(777.045)	(693.446)	(570.889)	(535.865)	(835.865)	107,2%
Ostale dugoročne obveze	(1.470.437)	(2.052.605)	(1.276.963)	(1.707.396)	(1.515.057)	94,1%
Odgodjena porezna obveza	(2.260.638)	(2.403.195)	(2.119.112)	(2.087.093)	(2.079.417)	n/a
Ostale stavke (neto)	(4.483.095)	(5.144.243)	(3.964.938)	(4.329.730)	(4.429.873)	132,5%
Neto imovina/kapital	2.104.820	7.580.622	4.769.015	(749.656)	(3.757.019)	-170,9%
Temeljni kapital	5.450.509	6.671.559	6.671.559	6.671.558	6.671.558	7,0%
Rezerve	10.061.325	11.022.360	9.728.202	9.582.338	9.547.370	-1,6%
Zadržana dobit/ (preneseni gubitak)	(9.312.923)	(10.177.614)	(8.798.685)	(12.612.263)	(17.873.987)	10,6%
Dobit/ (gubitak) razdoblja	(4.094.091)	64.318	(2.832.061)	(4.391.289)	(2.101.959)	2,4%
Kapital i rezerve	2.104.820	7.580.622	4.769.015	(749.656)	(3.757.019)	-170,9%

A Nematerijalnu imovinu najvećim dijelom čine ulaganja na tuđoj imovini, dok se preostali dio odnosi na predjumove za nabavku materijalne imovine.

Neto knjigovodstvena vrijednost materijalne imovine iznosi 25.510 tisuća EUR na 31Pro2023, od čega se najznačajniji dio odnosi na ulaganja u nekretnine u iznosu od 11.348 tisuća EUR te građevinske objekte u iznosu od 9.122 tisuća EUR.

B Trgovinski radni kapital Društva pozitivan je tijekom promatranog perioda, dok je neto radni kapital pozitivan tijekom svih razdoblja promatranog perioda, izuzev 31Pro2023 i 31Ožu-2024.

- Zalihe se primarno odnose na sirovine i materijal te na gotove proizvode. Iste su u odnosu na 31Pro2022 smanjene za 35%, dok je period zadržavanja zalha iznosio prosječno 218 dana tijekom FY2023 što predstavlja ključni pokazatelj pozitivnog trgovinskog radnog kapitala i predstavlja potencijal za poboljšanje likvidnosti narednom periodu.

- Potraživanja od kupaca smanjena su u odnosu na 31Pro2022 za 7% dok se dani naplate nisu značajnije mijenjali (107 dana prosječno tijekom FY2023).

- Društvo djelomično ublažava nedostatak likvidnih sredstava putem odgode plaćanja dobavljačima, koji tijekom FY2023 iznose prosječno 190 dana, dok istovremeno prosječno 135 dana provodi bez priljeva gotovine.

C Društvo na posljednji izvještajni datum (31Ožu-2024) ima iskazan neto dug u iznosu od 22.992 tisuće EUR, od čega:

- Ukupne financijske obveze iznose 23.574 tisuće EUR, od čega se 17.462 tisuće EUR odnosi na kratkoročno dospjeće;

- Ukupna financijska imovina iznosi 537 tisuća EUR, a uglavnom se odnosi na dane zajmove i depozite;

- Novac na računu i u blagajni iznosi 45 tisuća EUR.

DIO 3
POSLOVNO OKRUŽENJE

MAKROEKONOMSKO OKRUŽENJE I INDUSTRIJSKI TRENDOVI

PODRUČJE	STR.
Makroekonomsko okruženje	16
Industrijski trendovi	17

MAKROEKONOMSKO OKRUŽENJE

Pregled svjetskog i europskog gospodarstva

Globalno gledajući, gospodarstvo se u 2023. godini pokazalo otpornim na još uvijek izražene inflatorne pritiske te pooštrene uvjete financiranja. Glavni razlog tomu jest osobna potrošnja stanovništva koju potiče oporavak realnih dohodaka. Osim toga, proglašenjem Svjetske zdravstvene organizacije o prestanku pandemije COVID-19, potražnja se preusmjerila s robe na usluge i time utjecala na snažan oporavak uslužnog sektora. Globalni cjenovni pritisci u 2023. godini popuštaju zbog posljedica pada cijena energenata i drugih sirovina, no temeljna je inflacija u velikom broju zemalja i dalje visoka. Razlog tome su prethodna poskupljenja sirovina te rastući pritisci s tržišta rada, ali i potražnja za određenim dobrima, a posebno uslugama zbog ranije spomenutog prestanka pandemije. Što se tiče europskog, bruto domaći proizvod se u prva tri mjeseca 2023. neznatno smanjio. Određeni pokazatelji koji se prate ukazuju na povećavanje realne aktivnosti gdje bi godišnja stopa realnog rasta trebala dosegnuti 0,9% u cijeloj 2023. godini, uz nastavak usporavanja inflacije. Godišnja stopa inflacije europskog područja u prvih 6 mjeseci 2023. godine je usporila, najviše zbog pada cijena energenata na godišnjoj razini. Prema trenutnim očekivanjima ukupna inflacija u europskom području mogla bi u 2023. iznositi 5,4% (HNB, 2023). Što se tiče financijskih tržišta u europskom području, ista su bila pod utjecajem oštre monetarne politike koju provodi ESB te su se suočila s problemom regionalnih banaka u SAD-u i velikom bankom u Švicarskoj. Od srpnja 2022. do svibnja 2023. godine Europska središnja banka povećala je ključne kamatne stope za 375 baznih bodova, što predstavlja naj snažniji ciklus pooštavanja monetarne politike u europskom području od uvođenja eura kao valute. Osim toga, ESB postupno smanjuje bilancu Eurostava što monetarnu politiku čini još restriktivnijom.

Realna kretanja u Hrvatskoj

Gospodarska aktivnost u Hrvatskoj se u 2023. godini nastavila povećavati zbog oporavka domaće potražnje i preusmjeravanja potražnje na europskom tržištu prema uslugama praćenim smanjenjem cijena energenata i sirovina. Navedeni pozitivni utjecaji nadjačali su negativne utjecaje na tržištu koji su bili posljedica geopolitičke nestabilnosti, povišene inflacije te restriktivne monetarne politike. Realni se BDP u prva tri mjeseca ove godine povećao za 1,4% u odnosu na prethodno tromjesečje te je bio za 2,8% veći u odnosu na isto razdoblje prethodne godine (HNB, 2023). Također, povoljnim gospodarskim kretanjima u prvom tromjesečju 2023. godine doprinijele su investicije i snažna potražnja za uslugama.

Inflacija u Hrvatskoj

Ukupna inflacija mjerena harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena (HIPC-om) kontinuirano se smanjivala tijekom prvih pet mjeseci 2023. te je u svibnju iznosila 8,3%, nakon 12,7% zabilježenih u prosincu 2022 (HNB, 2023). Usporavanje inflacije najviše je rezultat smanjenja cijena energije uslijed pojeftinjenja naftnih derivata, ali i normalizacije globalnih opskrbnih lanaca. Temeljna inflacija (koja isključuje cijene energije i hrane) usporila se relativno brzo, s 10,5% u prosincu 2022. na 9,6% u svibnju, što odražava smanjenje inflacije cijena industrijskih proizvoda. Analizirajući cijene sirovc na svjetskom tržištu, one su u svibnju ove godine bile za trećinu niže u odnosu na cijene neto nakon izbijanja rata u 2022. godini. Prema HNB-u, u 2023. godini očekuje se stopa inflacije od 7,7% pri čemu bi očekivanoj stopi najviše pridonijele cijene energije, a cijene hrane u manjoj mjeri. U sljedeće dvije godine očekuje se postupno smanjivanje i približavanje cilju stabilnosti cijena od 2%.

Projicirana kretanja

Prema projekcijama HNB-a, inflatorni pritisci i potisnuta gospodarska aktivnost obilježiti će nadolazeći period. Cijene energenata, posebno plina i električne energije, bi se trebale zadržati na nižim razinama od prošlogodišnjih, ali i dalje iznad dugoročnih povijesnih prosjeka. Očekivana stopa rasta svjetskog BDP-a (isključujući europsko područje) u 2023. i 2024. iznosi 3,1%, pri čemu se povoljnija očekivanja u tekućoj godini uglavnom odnose na Kinu, koja se nakon ukidanja strogih pandemijskih ograničenja oporavlja brže nego što se prije predviđalo. Prema najnovijim projekcijama ESB-a očekivana razina ukupne inflacije u europskom području u 2023. povećana je na 5,4% pri čemu niže cijene energenata tek djelomično poništavaju viši porast cijena hrane i ostalih komponenta potrošačke košarice (HNB, 2023). Što se tiče BDP-a, u 2023. godini očekuje se niži rast realnog BDP-a nego u prethodne dvije godine zbog nedovoljnog oporavka od pandemijske recesije, pooštavanja monetarne politike i šokova povezanih s ratom u Ukrajini. Nadalje, očekuje se nastavak investicijske aktivnosti pri čemu bi se rast privatnih investicija mogao usporiti. Očekuju se povoljna kretanja i za osobnu potrošnju čemu najviše doprinosi rast plaća i oporavak realnih dohodaka. U sljedeće dvije godine projekcija se blago usporavanje rasta gospodarske aktivnosti na prosječno 2,6%. Negativni rizici na tržištu proizlaze iz produženih geopolitičkih napetosti te trajanja rata u Ukrajini čija bi eskalacija mogla imati za posljedicu usporavanje svjetskog gospodarstva, a nakon toga i recesiju u pojedinim ekonomijama.

INDUSTRIJSKI TREND OVI

Hrvatska industrija odjeće i obuće potpuno je izmijenila izgled u posljednjih dvadesetak godina. Nekadašnji domaći industrijski giganti nestali su s poslovne scene, a danas njome dominiraju proizvodni pogodni velikih stranih kompanija.

Proizvodni pogoni vodećih tekstilnih tvrtki najvećim su dijelom pozicionirani u Varaždinskoj i Međimurskoj županiji. Uglavnom je riječ o tvornicama velikih stranih kompanija, onih koje su iskoristile komparativne prednosti sjeverne Hrvatske - povoljan geografski položaj i izvore kvalificirane radne snage.

Hrvatska tekstilna industrija tek treba proći potrebne restrukturiranje i modernizaciju kako bi se pripremila za globalnu konkurenciju. Unatoč tome što se prije Domovinskog rata smatrala jednom od najvažnijih industrijskih grana Hrvatske, značaj tekstilne industrije u ukupnom proizvodnom sektoru, a potom i u gospodarstvu Hrvatske, sve je manji. Taj pad je evidentan bilo da se mjeri brojem tvrtki, zaposlenih radnika, ostvarenim prihodima ili dodanom vrijednošću. Problem je dodatno pogoršan slabom međunarodnom konkurentnošću industrije, što se odražava u njezinoj stalno negativnoj trgovinskoj bilanci od početka ovog stoljeća. Značajan segment hrvatske tekstilne industrije fokusiran je na poslove podugovaranja, pri čemu su troškovi rada, ekonomska efikasnost, kvaliteta proizvoda i poštivanje rokova isporuke ključni faktori ocjenjivanja. Međutim, hrvatska tekstilna industrija suočava se s izazovom u konkurenciji s drugim regijama, posebno zemljama jugoistočne Europe i azijskim državama, zbog razlike u cijeni rada.

Do 1980-ih godina, kako u industriji tako i u cjelokupnom gospodarstvu bivše države, počeli su se pojavljivati znakovni krize. U tom razdoblju stope rasta bile su negativne ili tek blago pozitivne, rast zaposlenosti bio je spor, a nezaposlenost je dramatično porasla. Produktivnost rada se smanjila, dok su cijene ušle u fazu hiperinflacije krajem 1980-ih. Hrvatska je naslijedila tu krizu iz bivše države, a situacija se dodatno pogoršala izbijanjem rata 1991. godine. Otprilike 30% teritorija Hrvatske, na kojem su se nalazila većina industrijskih postrojenja, poput kemijskih, tekstilnih, kožnih, drvnihi, metalnih i drugih, pretrpjelo je izravno uništenje. Štete su bile značajne, a industrijska proizvodnja je do 1993. godine smanjena za polovicu u usporedbi s 1989.

Nažalost, ozbiljna globalna kriza koja je započela 2008. godine nastavila je negativno utjecati na industrijsku proizvodnju, uključujući i sektor tekstila i odjeće. Unatoč tome, industrijska proizvodnja i dalje zadržava svoju važnu ulogu u hrvatskom gospodarstvu, budući da i dalje značajno doprinosi ukupnom izvozu i uvozu robe.

Godina 2000. označava završetak procesa privatizacije u tekstilnoj i odjevnoj industriji, što je rezultiralo otvaranjem tržišta i izloženošću hrvatskih proizvođača konkurenciji. To je označilo početak značajnih promjena u tim sektorima. Važno je napomenuti da su tekstilna i odjevna industrija u Hrvatskoj karakterizirane radno intenzivnim djelatnostima, uglavnom privatiziranim s pretežito malim poduzećima.

Nažalost, negativni trendovi primjetni su i u proizvodnji tekstila, dok su u proizvodnji odjeće u 2011. godini primijećene tek naznake pozitivnog trenda. U razdoblju od 2010. do 2014. godine, proizvodnja tekstila imala je značajne fluktuacije, s ukupnim padom od 20%. Industrija odjeće također je zabilježila opadanje, pri čemu je proizvodnja u 2014. smanjena za više od 6% u odnosu na 2010., iako je pad bio manji u usporedbi s proizvodnjom tekstila. Tijekom 2023. godine, industrija je uglavnom bilježila negativan trend u odnosu na prethodnu godinu, posebno u sektoru proizvodnje tekstila i odjeće.

Najveći pad u proizvodnji tekstila zabilježen je u lipnju 2023., s padom od 33,8% u usporedbi s istim mjesecom prethodne godine. S druge strane, sektor proizvodnje odjeće doživio je najveći pad u svibnju, s padom od 14,7%. Ovi podaci sugeriraju da industrija, posebno proizvodnja tekstila i odjeće, kontinuirano bilježi padove iz godine u godinu tijekom prethodnih godina.

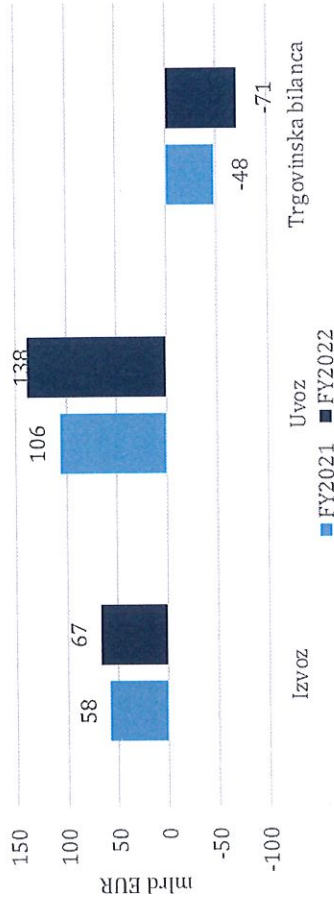
Od 2010. Hrvatska se nastavila boriti s nepovoljnim vanjskotrgovinskim bilancama, koje su dodatno pogoršane izazovnim međunarodnim tržišnim okruženjem i neinspirativnim domaćim gospodarskim krajolikom. Primjetno je da postoji stalni uzlazni trend izvoza tekstilnih proizvoda, što je nedvojbeno pozitivan znak. Izuzev slučajeva pada uvoza, evidentan je istovremeni rast izvoza. Omjer uvoza i izvoza ostao je relativno stabilan tijekom svih godina, usko odražavajući segment industrije koji se promatra.

INDUSTRIJSKI TREND OVI

U FY2022, trgovina tekstilom i odjećom u Europskoj uniji premašila je, prvi put u povijesti, prag od 200 milijardi EUR.

Ostvareni iznos trgovine tekstilom potvrđuje da je "tekstil" jedan od najglobaliziranijih sektora europskog gospodarstva naglašavajući važnost uzimanja te globalne dimenzije u obzir prilikom izrade politika Europske unije i nacionalnih politika. Propust u tome može imati ozbiljne posljedice na globalnu konkurentnost europske tekstilne industrije. Taj rekordan porast ukupne trgovine uglavnom proizlazi iz oštrog povećanja uvoza odjeće (+36,6 % po vrijednosti), posebno iz Kine i Bangladeša, što nadmašuje ostvarene rezultate izvoza.

Kao rezultat toga, trgovinski deficit EU-a u tekstilu i odjeći povećao se na više od 70 milijardi EUR, što je 48 % više nego prethodne godine. Izvoz tekstilnih proizvoda EU-a povećao se za 13% po vrijednosti, ali zapravo je opao gotovo za 7% po količini. Ovo jasno odražava visoke stope inflacije iz prethodne godine, koje su prouzročile prije svega rastućim cijenama energije i promjenama politike središnjih banaka. To stvara nesigurnost kod potrošača, što rezultira smanjenom potražnjom i pesimističnim perspektivama za cijeli lanac vrijednosti.



Među Europom i susjednim regijama, EU je zabilježila najveći trgovinski višak od 14 milijardi EUR u FY2022 (povećanje od +93% u usporedbi otprilike 10 godina) s EFTA-om i UK, a zatim s Istočnim susjedstvom i Jugoistočnom Europom s odgovarajućih 2,8 milijardi EUR i 410 milijuna EUR. Nasuprot tome, EU27 ima značajan trgovinski deficit s Južnim susjedstvom od 15,9 milijardi EUR, što se dodatno produbilo u usporedbi s 2021. godinom.

U 2022. godini, europska tekstilna i odjevna industrija suočila se s različitim izazovima i prilikama. Neke od ključnih trendova koji su mogli utjecati na industriju uključuju:

- **Održivost:** Postoji sve veći naglasak na održivosti u cijeloj tekstilnoj i odjevnoj industriji, s potrošačima koji sve više traže ekološki prihvatljive i etički proizvedene proizvode. Mnoge europske tvrtke usvojile su održive prakse u svojim proizvodnim procesima i lancima opskrbe kako bi udovoljile tim zahtjevima.
- **Digitalizacija:** Industrija prolazi kroz digitalnu transformaciju, pri čemu tvrtke koriste tehnologiju kako bi optimizirale operacije, poboljšale učinkovitost i unaprijedile korisnička iskustva. To uključuje usvajanje naprednih proizvodnih tehnika, digitalnih alata za dizajn i online prodajnih platformi.
- **Povratak proizvodnje u zemlju i blisko povezivanje:** Kao odgovor na poremećaje uzrokovane pandemijom COVID-19 i povećanu svijest o rizicima u lancima opskrbe, neke europske tvrtke vraćaju ili približavaju proizvodnju kako bi smanjile ovisnost o inozemnim dobavljačima i osigurale veću otpornost lanca opskrbe.
- **Promjene u potrošačkim preferencijama:** Preferencije potrošača i obrasci kupovine mijenjali su se pod utjecajem faktora poput promjena u modnim trendovima, porasta e-trgovine i promjena demografije. Tvrtke u industriji prilagođavale su se tim promjenama nudeći personaliziranije i raznolikije proizvode.

Izgledi za europsku tekstilnu i odjevnju industriju u FY2024, mogu ovisiti o raznim čimbenicima, uključujući ekonomski oporavak od pandemije COVID-19, geopolitičke razvoje, regulatorne promjene i tehnološke napretke. Tvrtke koje uspješno savladaju ove izazove i iskoriste nastajuće prilike, poput održive inovacije i digitalizacije, biti će dobro pozicionirane za rast i razvoj u narednim godinama.

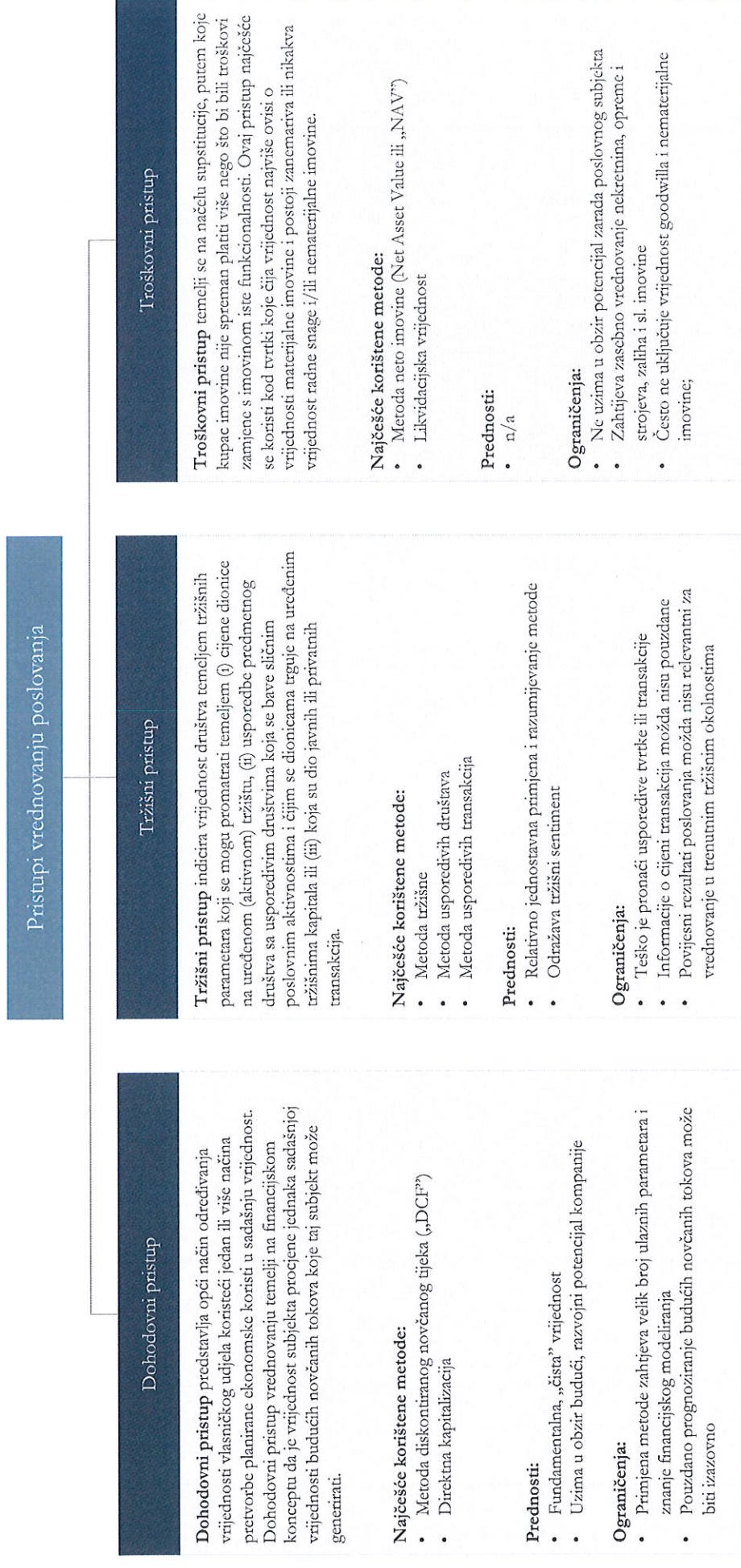
DIO 4 METODOLOGIJA VREDNOVANJA

PRISTUP I METODE PROCJENE VRIJEDNOSTI POSLOVANJA

PODRUČJE	STR.
Pristup i metode vrednovanja	20
Aplicirani pristup i metode	23

PRISTUP I METODE VREDNOVANJA

Tradicionálni pristupi i metode vrednovanja poslovanja



PRISTUP I METODE VREDNOVANJA

Pristupi i metode vrednovana poslovanja

a) Dohodovni pristup

Dohodovni pristup predstavlja opći način određivanja vrijednosti vlasničkog udjela koristeći jedan ili više načina pretvorbe planirane ekonomske koristi u sadašnju vrijednost. Dohodovni pristup vrednovanju temelji na financijskom konceptu da je vrijednost subjekta procjene jednaka sadašnjoj vrijednosti budućih novčanih tokova koje taj subjekt može generirati.

Najčešće korištena metoda je metoda diskontiranog novčanog tijeka („DCF“).

DCF metoda

- Prema DCF metodi vrijednost imovine koja se vrednuje temelji se na očekivanim budućim novčanim tokovima, diskontiranim na sadašnju vrijednost po stopi koja odražava očekivane prinose i rizike povezane s ostvarenjem novčanih tokova. Ukupna vrijednost utvrđuje se kao sadašnja vrijednost budućih slobodnih novčanih tokova.
- Kod vrednovanja poduzeća, projiciraju se slobodni novčani tijekovi te se diskontiraju za eksplicitno predviđeno razdoblje i trajnu (terminalnu) vrijednost nakon toga. Slobodni novčani tokovi predstavljaju gotovinu koja je dostupna za distribuciju i svim investitorima u poduzeće (vlasnicima i kreditorima).
- Diskontna stopa je ponderirani prosječni trošak kapitala („WACC“), temeljen na optimalnoj strukturi kapitala u odnosu na stvarnu strukturu kapitala. WACC je prikladna diskontna stopa za izračunavanje sadašnje vrijednosti budućih novčanih tokova budući da uzima u obzir i rizik kapitala i duga te omjer duga i kapitala tvrtke.
- Trajna (terminalna) vrijednost izračunava se na temelju poslovnog potencijala za daljnji rast nakon eksplicitnog razdoblja predviđanja. Primjenjuje se “model konstantnog rasta” koji podrazumijeva očekivanu konstantnu stopu rasta (zauvijek) novčanih tokova.
- Faktor diskontiranja (stopa diskontiranja budućih novčanih tokova) ne odražava samo vremensku vrijednost novca, već i rizik povezan s budućim poslovanjem poduzeća.
- Tako izvedena vrijednost poslovanja/hvrtke dodatno se smanjuje za vrijednost duga, ako postoji, (neto novca i novčanih ekvivalenata) kako bi se dobila vrijednost za vlasnike poslovanja. Višak imovine/ncoperativna imovina također se uskladjuje.

a) Tržišni pristup

Tržišni pristup indicira vrijednost društva temeljem cijene dionice na uređenom (aktivnom) tržištu, temeljem usporedbe predmetnog društva sa usporedivim društvima koja se bave sličnim poslovnim aktivnostima i čijim se dionicama trguje na uređenim tržišnim kapitala ili koja su dio javnih ili privatnih transakcija. U okviru tržišnog pristupa vrijednost društva može se procijeniti kroz metodu tržišne cijene, metodu usporedivih društava ili metodu usporedivih transakcija.

Najčešće korištene metode:

- Metoda tržišne cijene (Market Price Method)
- Metoda usporedivih društava (Comparable Company Method ili skraćeno „CCM“).
- Metoda usporedivih transakcija (Comparable Transactions Method ili skraćeno „CTM“).

Metoda tržišne cijene

- Prema ovoj metodi, tržišna cijena dionice koja se kotira na uređenom tržištu obično se smatra fer vrijednošću vlasničkih dionica tog društva gdje takve kotacije proizlaze iz dionica kojima se redovito i slobodno trguje. Tržišna vrijednost općenito odražava percepciju investitora o tržišnoj vrijednosti tvrtke.

Metoda usporedivih društava („CCM“)

- Prema CCM metodi vrijednost kompanije se utvrđuje na temelju multiplikatora vrijednosti izvedenih iz vrednovanja usporedivih kompanija, što se očituje kroz tržišnu vrijednost njihovih dionica koje kotiraju na uređenim tržištima i kojima se aktivno trguje. Ova metoda temelji se na načelu da se tržišne transakcije dionicama usporedivih kompanija odvijaju između informiranih kupaca i informiranih prodavatelja te da uključuju sve čimbenike relevantne za procjenu. Relevantne multiplikatore vrijednosti treba pažljivo odabrati i prilagoditi razlikama između okolnosti.
- Vrijednost dobivenu primjenom ove metode potrebno je prilagoditi za vrijednost potencijalnih obveza, viška imovine i benefita koji se plaćaju povlaštenim dioničarima, ako ih ima, kako bi se došlo do vrijednosti za dioničare.

PRISTUP I METODE VREDNOVANJA

Metoda usporedivih transakcija ("CTM")

- Prema CTM metodi vrijednost kompanije može se procijeniti analizom cijene koju su platili kupci za sličnu kompaniju u sličnim tržišnim okolnostima. Ovo je metoda vrednovanja u kojoj će se uspoređivati recentne tržišne transakcije kako bi se procijenila trenutna vrijednost ciljane kompanije.

c) Troškovni pristup:

Troškovni pristup temelji se na načelu supstitucije, putem koje kupac imovine nije spreman platiti više nego što bi bili troškovi zamjene s imovinom iste funkcionalnosti. Troškovni pristup razmatra tržišnu vrijednost imovine i obveza, bez obzira na njenu iskazanu knjigovodstvenu vrijednost. Razlika između procijenjene fer tržišne vrijednosti imovine i obveza predstavlja vrijednost kapitala.

Imovina i obveze iskazuju se u financijskim izvještajima po knjigovodstvenoj vrijednosti, a ovisno o usvojenoj računovodstvenoj politici, knjigovodstvena vrijednost može se temeljiti na povijesnom trošku ili revaloriziranom iznosu. Knjigovodstvena vrijednost često ne prikazuje trenutnu tržišnu vrijednost, radi činjenice da imovina može biti u potpunosti amortizirana, ali je i dalje funkcionalna i kao takva ima vrijednost.

Metoda neto vrijednosti imovine ("NAV")

- Metoda neto vrijednosti imovine ("NAV") prema troškovnom pristupu, razmatra imovinu i obveze, uključujući nematerijalnu imovinu i potencijalne obveze. Neto imovina, nakon smanjenja davanja povlaštenim dioničarima, ako ih ima, predstavlja vrijednost društva.
- NAV metoda je prikladna u slučaju kada je glavna snaga poslovanja njegova aktiva, a ne kapacitet ili potencijal za ostvarivanje dobiti.
- Ovaj pristup vrednovanja uglavnom se koristi u slučajevima kada baza imovine dominira u odnosu na sposobnost zarade. Nedostatak ovog pristupa je što ne uzima u obzir potencijal poslovanja društva, odnosno uporabu imovine.

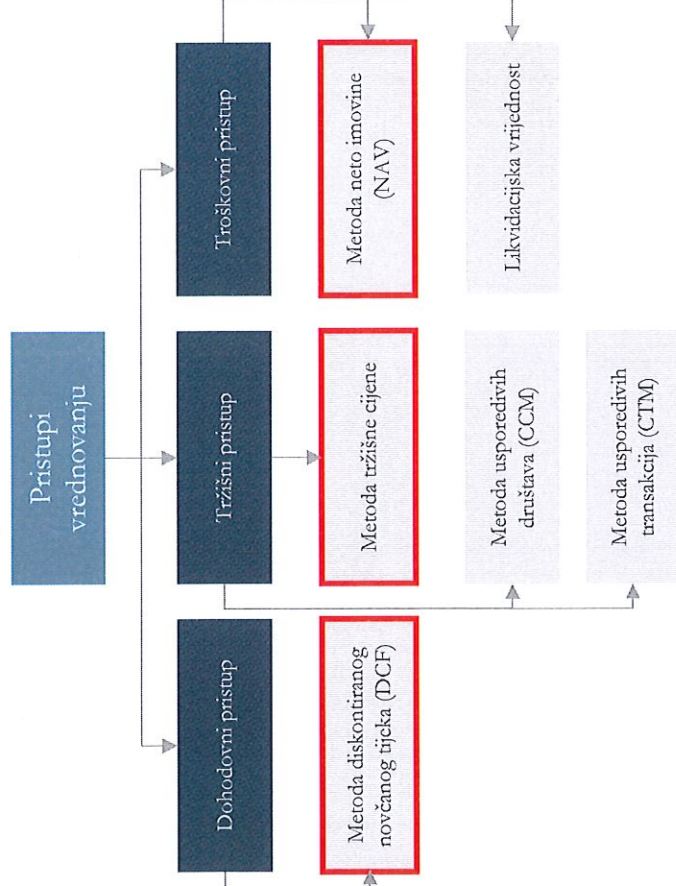
Likvidacijska vrijednost

- Likvidacijska vrijednost, u odnosu na NAV metodu, uzima u obzir i dodatne troškove likvidacije poduzeća u slučaju takvog ishoda.
- Moguće je razmotriti pretpostavku (i) urednog postupka likvidacije ili (ii) prisilnog postupka likvidacije.

APLICIRANI PRISTUP I METODE

Za potrebe donošenja zaključka o vrijednosti, a uzimajući u obzir predmet i svrhu procjene, koristili smo tržišni i dohodovni pristup vrednovanju.

Pregled i odabir pristupa i metoda vrednovanja



Značenje

Korištena metoda

Objašnjenje korištenog pristupa i metode vrednovanja

Procjena vrijednosti Društva dobivena je primjenom tržišnog i dohodovnog pristupa.

- **Dohodovni pristup:** Ovaj pristup najbliži je konceptu „čiste” fundamentalne vrijednosti kompanije te uzima u obzir razvojni potencijal kompanije. Pod pretpostavkom sadašnje upotrebe, stvarna vrijednost poslovanja Društva odražavala bi se u budućem potencijalu zarade korištenjem temeljne imovine (stavljanjem iste u upotrebu). Stoga je DCF metoda u okviru dohodovnog pristupa prikladna za analizu vrednovanja.
- **Tržišni pristup:** Metode tržišnog pristupa (CTM i CCM) pretpostavljaju da se vrijednost tvrtke može odrediti usporedbom s vrijednosnim parametrima dobivenim iz dovršenih nedavnih transakcija (M&A) i cijenama dionica usporedivih kompanija (peer grupe). Koristili smo metodu tržišne cijene jer dionice Društva kotiraju na uređenom tržištu. Nismo koristili CTM i CCM metodu radi nemogućnosti identifikacije uzorka društava koje su bile predmet recentnih transakcija (M&A) i čije dionice kotiraju na uređenom tržištu, a koje su prema profilu, veličini i rizicima usporedive s Društvom.
- **Troškovni pristup:** Obzirom na činjenicu da je Savjetnik zaprimio procjenu tržišne vrijednosti za većinu imovine Društva, ovaj pristup smo koristili kao prikladan za analizu vrednovanja.

DIO 5
TRŽIŠNI PRISTUP

PROCJENA VRIJEDNOSTI PRIMJENOM METODE TRŽIŠNE CIJENE

PODRUČJE	STR.
----------	------

Primjena i izračun metode tržišne cijene	25
------------------------------------------	----

PRIMJENA I IZRAČUN METODE TRŽIŠNE CIJENE

Dionice Društva (VART) uvrštene su na služeno tržište Zagrebačke burze te je prema posljednjim dostupnim trgovinskim podacima ostvarena cijena od 0,28 EUR čime je tržišna kapitalizacija Društva 1,4 mil EUR.

Pregled trgovanja dionicom (VART)

#	Datum	Zadnja % promjena	Br. transakcija	Količina	Promet
1	8.4.2024	0,28	1	5.000	1.400,0
2	3.4.2024	0,30	2	620	186,0
3	2.4.2024	0,30	2	1.790	562,8
4	15.3.2024	0,37	1	500	185,0
5	28.2.2024	0,38	1	100	38,0
6	27.2.2024	0,38	4	180	68,4
7	23.2.2024	0,38	3	3.500	1.295,5
8	20.2.2024	0,36	8	3.848	2.025,1
9	16.2.2024	0,30	3	1.320	396,0
10	5.2.2024	0,24	1	70	16,8
11	2.2.2024	0,25	3	2.000	500,0
12	24.1.2024	0,23	1	136	42,8
13	9.1.2024	0,23	3	1.066	231,4
14	21.12.2023	0,26	2	600	160,0
15	20.12.2023	0,27	3	1.000	272,0
16	18.12.2023	0,30	5	4.186	1.253,8
17	14.12.2023	0,28	2	1.000	280,0
18	8.12.2023	0,30	1	1.666	499,8
19	6.12.2023	0,30	2	521	150,7
20	30.11.2023	0,28	1	750	210,0
21	29.11.2023	0,28	1	250	70,0
22	17.11.2023	0,25	4	2.890	743,5
23	16.11.2023	0,25	3	1.384	401,1
24	10.11.2023	0,28	10	5.545	1.430,8
25	9.11.2023	0,25	3	1.034	491,5
26	8.11.2023	0,25	1	400	140,0
27	30.10.2023	0,35	2	698	244,3
28	23.10.2023	0,35	5	4.180	1.399,8
29	16.10.2023	0,33	3	466	167,8
30	13.10.2023	0,36	3		

A Podaci o vrijednosnici

- Dionica VART uvrštena je na Službeno tržište Zagrebačke burze. Zadnja cijena po dionici u trenutku ovog Izvještaja iznosila je 0,37 EUR (trgovinski dan 15.05.2024).
- Promet redovnom dionicom VART-R-1 u posljednja 52 tjedna broji 196 transakcija, količinskog iznosa 85.025 dionica pri čemu je postignut ukupan promet u iznosu 34.345,6 EUR. Prosječna ponderirana cijena u posljednja 52 tjedna iznosila je 0,40 EUR.
- Promet dionicom bio je nizak, odnosno trgovalo se 65 dana u posljednja 52 tjedna, od čega 19 trgovinska dana u posljednja tri mjeseca, a najveći dnevni promet iznosio je 3.012,6 EUR (trgovinski dan 17.05.2023).
- Omjer između dionica kojima se trgovalo u posljednja 52 tjedna i ukupnog broja izdatih dionica manji je od 2%, te uz općenito relativno mali broj transakcija i volumen trgovanja, karakterizira dionicu kao nisko likvidnu.
- Iako je promet dionicom relativno nizak te ne zadovoljava parametre „aktivnog tržišta“ sukladno Zakonu o tržištu kapitala u RH (uvjeti je minimalno trećina trgovinskih dana u posljednja tri mjeseca), misljenja smo kako je cijenu dionice u određenoj mjeri poručeno uzeti u obzir prilikom vrednovanja Društva, uz primjenu ostalih metodoloških alata.

Pregled trgovanja dionicom (VART)

#	Datum	Zadnja % promjena	Br. transakcija	Količina	Promet
33	11.10.2023	0,36	2	791	284,8
34	4.10.2023	-10,00%	4	1.999	797,7
35	21.9.2023	0,48	4	1.600	774,0
36	18.9.2023	0,40	2	200	98,0
37	15.9.2023	0,45	2	349	147,1
38	8.9.2023	-5,00%	2	624	237,1
39	30.8.2023	-2,44%	1	800	320,0
40	28.8.2023	-8,89%	3	1.200	500,0
41	3.8.2023	-10,00%	1	400	180,0
42	17.7.2023	-19,35%	1	215	107,5
43	10.7.2023	0,62	4	948	569,6
44	14.7.2023	-3,85%	5	3.266	1.653,3
45	13.7.2023	-1,89%	3	286	147,6
46	7.7.2023	0,55	1	100	53,0
47	5.7.2023	-14,73%	3	544	282,9
48	4.7.2023	0,61	1	500	359,9
49	3.7.2023	0,65	2	120	76,0
50	3.5.2023	0,63	3	1.040	623,2
51	22.5.2023	0,60	1	1.600	960,0
52	18.5.2023	-4,76%	2	1.050	661,5
53	17.5.2023	0,66	14	4.809	3.012,6
54	16.5.2023	0,60	9	2.480	1.324,0
55	11.5.2023	0,41	2	196	80,4
56	9.5.2023	0,41	1	256	105,0
57	5.5.2023	0,41	3	226	92,7
58	27.4.2023	-13,79%	1	500	280,0
59	21.4.2023	0,58	1	145	84,1
60	19.4.2023	0,57	1	30	17,1
61	17.4.2023	0,55	1	1.445	794,8
62	12.4.2023	0,60	2	847	502,1
Ukupno					167 79.830 30.130,4

Izvor: Zagrebačka burza

B Podaci o trgovanju

- Dionicom se relativno slabo trguje (1,6% u odnosu na broj izdatih u posljednjih godinu dana) te promet ne zadovoljava načelo aktivnog tržišta sukladno Zakonu o tržištu kapitala u RH (minimalno trećina trgovinskih dana u posljednja tri mjeseca).
- U posljednja 52 tjedna zabilježeno je 62 trgovinska dana, te 14 trgovinska dana u posljednja tri mjeseca.

EUR Podaci o vrijednosnici

Vrijednosnica	VART
Izdavatelj	VARTEKS d.d.
ISIN	HRVARTR10005
Tržište	Službeno tržište
Temeljni kapital	6.671.558
Broj dionica u optjecaju	5.026.686
Nominalna vrijednost	n/a
Zadnja cijena	0,28
Tržišna kapitalizacija	1.407.472
Free float	27,2%

EUR Podaci o trgovanju (zadnja 52 tjedna)

Najviša cijena	0,66
Najniža cijena	0,23
Promet	30.130,4
Količina	79.830
Prosječna ponderirana cijena	0,38
Broj trgovinskih dana	62
Količina trgovanih	1,6%

EUR Podaci o aktivnosti trgovanja dionicom

Razdoblje trgovanja		Dani trgovanja
8.4.2023 - 7.7.2023	167	17
8.7.2023 - 7.10.2023	167	12
8.10.2023 - 7.1.2024	167	19
8.1.2024 - 8.4.2024	167	14
LTM	167	62

DIO 6
DOHODOVNI PRISTUP

PROCJENA VRIJEDNOSTI PRIMJENOM DCF METODE

PODRUČJE	STR.
Primjena DCF metode	27
Projekcije poslovanja	28
Izračun vrijednosti primjenom DCF metode	29
Diskontna stopa	30

PRIMJENA DCF METODE

Metoda diskontiranog novčanog tijeka (DCF)

DCF metoda pruža indicaciju vrijednosti baziranu na specifičnim očekivanjima menadžmenta i budućim planovima za imovinu koja se vrednuje. Diskontiranjem projiciranih budućih novčanih tijekova na sadašnju vrijednost (datum procjene) dolazi se do procijenjene vrijednosti.

U praksi vrednovanja trgovačkih društava moguće je koristiti dva koncepta, koncept slobodnog novčanog tijeka društva (Free Cash Flow to Firm ili FCFF) ili koncept slobodnog novčanog tijeka kapitala (Free Cash Flow to Equity ili FCFE).

U našoj analizi koristili smo koncept slobodnog novčanog tijeka društva (FCFF) čijim smo diskontiranjem primjenom WACC-a došli do vrijednosti društva na *cash-free debt-free (enterprise value)* bazi, nakon čega je potrebno ukalkulirati neto dug na datum procjene kako bi došli do procijenjene vrijednosti kapitala (equity value).

Slobodni novčani tijek društva definiran je kako slijedi:

Dobit prije kamata i poreza (EBIT):

- Manje: Prilagođeni porez na dobit
- Jednako: Neto operativna dobit umanjena za porez (NOPAT)
- Plus: Amortizacija
- Manje: Promjene u radnom kapitalu
- Manje: Kapitalna ulaganja/investicije (CAPEX)
- Jednako: Slobodni novčani tijek društva (FCFF)

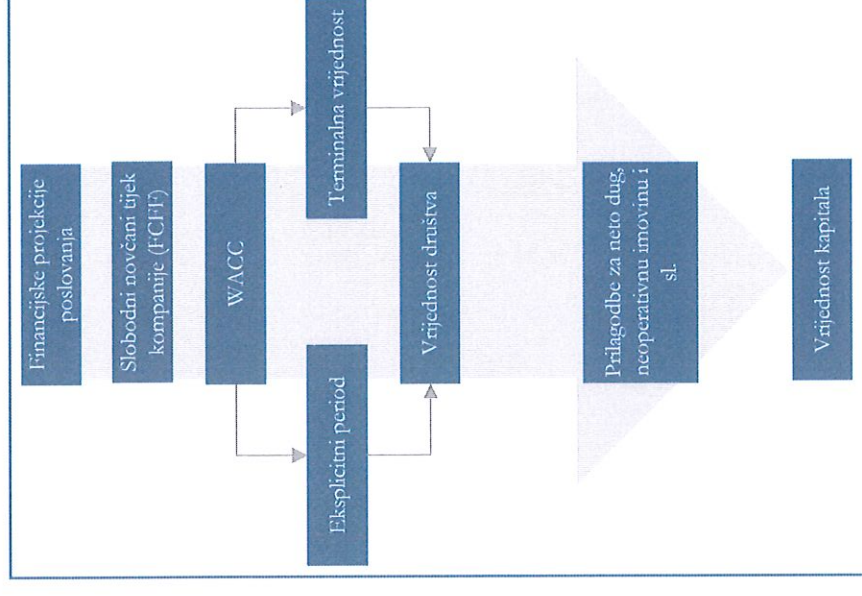
Prvi korak u primjeni DCF metode zahtijeva projekciju slobodnih novčanih tijekova Društva u budućnosti.

Provedene aktivnosti

U svrhu pripreme projekcije slobodnog novčanog tijeka, u suradnji s menadžmentom Društva pripremili smo projekcije računa dobiti i gubitka, bilance stanja i planiranih investicija za petogodišnje razdoblje (eksplicitni period), nakon čega je pretpostavljena stabilizacija poslovanja.

Projekcije petogodišnjeg razdoblja pripremljene temeljem aktualnih informacija i saznanja menadžmenta, a u terminalnom periodu predviđen je daljnji rast na razini očekivanog dugogodišnjeg ekonomskog rasta RH.

Ilustrativni prikaz koncepta DCF metode



PROJEKCIJE POSLOVANJA

Očekivana EBITDA tijekom FY2024 iznosi 528 tisuća EUR, uz ostvarenje EBITDA marže na razini od 3,9%. U dužem roku očekuje se dostizanje tržišne EBITDA marže usporedivih javno listanih kompanija (u terminalnoj godini), na razini od 11,0%, uz linearno povećanje marže na godišnjoj razini.

Projekcije poslovanja

Planirani RDG (VARTEKS)

EUR	FY2020		FY2021		FY2022		FY2023		FY2024		FY2025		FY2026		FY2027		FY2028		TP		
	Ostvareno	Ostvareno	Ostvareno	Ostvareno	Ostvareno	Preliminarno	Planirano	Planirano	Planirano	Planirano	Planirano	Planirano	Planirano	Planirano	Planirano	Planirano	Planirano	Planirano	Planirano	Planirano	
Prihodi od prodaje	15.084.821	14.074.015	14.385.680	14.385.680	12.850.572	1.778.718	13.493.101	14.167.756	14.876.143	15.619.951	16.400.948	16.728.967									
Ostali poslovni prihodi	746.077	6.832.899	2.847.142	17.232.822	14.629.290																
Poslovni prihodi	15.830.897	20.906.914	17.232.822	17.232.822	14.629.290	13.493.101	14.167.756	14.876.143	15.619.951	16.400.948	16.728.967										

Promjene vrijednosti zaliha

Materijalni troškovi	2.001.973	(983.194)	(771.177)	(1.245.847)	(4.576.623)	(4.897.368)	(5.064.348)	(5.235.783)	(5.257.080)
Troškovi osoblja	(9.089.286)	(7.634.132)	(6.229.369)	(4.961.999)	(6.512.501)	(6.968.919)	(7.206.530)	(7.450.480)	(7.480.786)
Ostali troškovi	(6.092.605)	(7.657.398)	(7.917.854)	(7.060.888)	(1.876.061)	(2.007.541)	(2.075.990)	(2.146.265)	(2.154.995)
Vrijednosna usklađenja	(2.299.239)	(2.459.948)	(2.414.203)	(2.034.035)	(130.651)	-	-	-	-
Rezerviranja	(1.138.570)	(148.749)	(95.132)	(130.651)	(8.199)	-	-	-	-
Ostali poslovni rashodi	(256.319)	(35)	(1.523)	(8.199)	(280.627)	-	-	-	-
Poslovni rashodi	(17.654.742)	(19.198.562)	(17.655.958)	(15.722.246)	(12.965.186)	(13.873.829)	(14.346.869)	(14.832.528)	(14.892.861)

EBITDA - izvještajna

EBITDA - izvještajna	(1.823.845)	1.708.352	(423.136)	(1.092.956)	527.915	754.448	1.002.315	1.273.082	1.568.420	1.836.106
EBITDA - izvještajna marža	-11,5%	8,2%	-2,5%	-7,5%	3,9%	5,3%	6,7%	8,2%	9,6%	11,0%

Amortizacija

Amortizacija	(1.253.737)	(1.228.360)	(1.298.530)	(1.221.800)	(1.240.239)	(1.240.239)	(1.240.239)	(1.240.239)	(1.240.239)	(1.240.239)
--------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------

EBIT (na izvještajnu EBITDA-u)

EBIT (na izvještajnu EBITDA-u)	(3.077.582)	479.992	(1.721.666)	(2.314.756)	(712.324)	(485.791)	(237.924)	32.843	328.181	595.867
Financijski prihodi	648.957	323.211	241.812	1.299	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
Financijski rashodi	(1.712.924)	(1.448.065)	(1.630.928)	(2.117.020)	(1.477.000)	(1.477.000)	(1.477.000)	(1.477.000)	(1.477.000)	(1.477.000)
Neto financijski rezultat	(1.063.968)	(1.124.854)	(1.389.116)	(2.115.721)	(1.476.000)	(1.476.000)	(1.476.000)	(1.476.000)	(1.476.000)	(1.476.000)

Dobit prije poreza

Dobit prije poreza	(4.141.550)	(644.862)	(3.110.782)	(4.430.477)	(2.188.324)	(1.961.791)	(1.713.924)	(1.443.157)	(1.147.819)	(880.133)
--------------------	-------------	-----------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-----------

Porez na dobit

Porez na dobit	47.459	709.179	278.721	39.188	393.898	353.122	308.506	259.768	206.607	158.424
----------------	--------	---------	---------	--------	---------	---------	---------	---------	---------	---------

Dobit / (gubitak) razdoblja

Dobit / (gubitak) razdoblja	(4.094.091)	64.318	(2.832.061)	(4.391.289)	(1.794.426)	(1.608.669)	(1.405.418)	(1.183.389)	(941.212)	(721.709)
-----------------------------	-------------	--------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-----------	-----------

Ključne pretpostavke

- U 2024. godini predviđeno je povećanje prihoda za 5% u odnosu na 2023. godinu, pri čemu nisu uzeti u obzir ostali poslovni prihodi koji se u potpunosti odnose na izvanredne prihode.
- Povećanje prihoda u ostalim razdobljima predviđeno je po stopi od 5% na godišnjoj razini, dok je u posljednjoj prognoziranoj godini predviđeno povećanje prihoda za 2%.
- Očekivana EBITDA tijekom FY2024 iznosi 528 tisuća EUR, uz ostvarenje EBITDA marže na razini od 3,9%. U dužem roku očekuje se dostizanje tržišne EBITDA marže usporedivih kompanija čije su dionice uvrštene na uređeno tržište (u terminalnoj godini), na razini od 11,0%, uz linearno povećanje marže na godišnjoj razini.

IZRAČUN VRIJEDNOSTI PRIMJENOM DCF METODE

Na temelju činjenica i pretpostavki primjenom DCF metode, procjenjujemo da je indikativna fer vrijednost jedne dionice jednaka 0,00 EUR.

DCF metoda (VARTERKS)

Pretpostavke	
WACC	9,89%
Dugoročna stopa rasta	2,66%
Stopa kapitalizacije	7,23%

Komentar

WACC Društva izračunat prema usklađenom CAPM modelu
Predviđen dugoročno održivi realni rast

EUR	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026	FY2027	FY2028	TP
Ostvareno	20.916.914	17.232.822	14.629.290	15.493.101	14.167.756	14.876.143	15.619.951	16.400.948	16.728.967
Planirano									
Stopa rasta	32,1%	-17,6%	-15,1%	-7,8%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,0%
EBITDA - izvještajna	1.708.352	(423.136)	(1.092.956)	527.915	754.448	1.002.315	1.273.082	1.568.420	1.836.106
EBITDA - izvještajna neto									
EBITDA	(1.228.360)	(1.298.530)	(1.221.800)	(1.240.239)	(1.240.239)	(1.240.239)	(1.240.239)	(1.240.239)	(1.240.239)
Amortizacija									
EBIT	479.992	(1.721.666)	(2.314.756)	(712.324)	(485.791)	(237.924)	32.843	328.181	595.867
Prilagođeni porez									
Prilagođeni neto									
NOPAT									
Plus: Amortizacija									
Plus: Promjene u radnom kapitalu									
Manje: CAPEX									
Planirani FCFF									
Terminalna vrijednost									
Period diskontiranja									
Faktor sadašnje vrijednosti									
Sadašnja vrijednost novčanih tijelova									
Kumulativna sadašnja vrijednost (2024-2028)									
Sadašnja vrijednost terminalnog perioda									
Vrijednost poslovanja (Enterprise Value)									
Neto (dug)/višak novca									
Neto (dug)/višak novca									
Vrijednost kapitala (Equity value)									
Vrijednost kapitala (Equity value) - komačno									
Broj uvrštenih dionica									
Vrijednost po dionici (u EUR)									

EV/EBITDA	9.535.427
Enterprise value	(1.092.956)
EBITDA FY2023	N/A
Trenutna EV/EBITDA	
Enterprise value	9.535.427
EBITDA FY2024p	527.915
Implicirana EV/EBITDA	18,1x

Polugodišnje

(1.794.999)	
11.330.426	
9.535.427	
(21.582.662)	
11.344.305	
(702.930)	
5.026.686	

ANALIZA OSJETLJIVOSTI - VRIJEDNOST KAPITALA

	Dugoročna stopa rasta	
(702.930,9)	1,66%	3,16%
10,39%	-3.539.126	-1.880.669
10,39%	-2.852.557	-941.650
9,89%	-2.080.426	-702.930
9,39%	-1.206.075	-400.207
8,89%	-208.232	1.683.335
		2.876.906
		4.298.895

WACC

Projekcije poslovanja pripremljene su za petogodišnji period u kojem se očekuje rasti prihoda od prodaje te EBITDA rezultata.

NOPAT predstavlja neto operativnu dobit prije amortizacije i kamata, umanjenu za prilagođeni porez. Prilagođeni izračunat je primjenom stope poreza na dobit od 18% u terminalnom periodu s obzirom na predviđene gubitke iz poslovanja te posljedično prenesene porzne gubitke.

Promjene u radnom kapitalu pripremljene su primjenom ostvarenih koeficijenata obrtaja u 2023. godini i predviđenih koeficijenata obrtaja u narednim razdobljima (detalji dostupni u dodatku III Izvještaja).

CAPEX je planiran u 2024. godini na razini od 4.500 tis EUR, u svrhu investicije nužne za potrebe modernizacije proizvodnje, dok je u te ostalim razdobljima predviđen na razini godišnjeg troška amortizacije (bez MSFI-10).

CAPEX u terminalnom periodu uvećan je i za 2% u odnosu na trošak amortizacije, u visini ciljane stope inflacije s obzirom da amortizacija predstavlja povijesni trošak, a CAPEX buduća ulaganja.

Očekivana dugoročna stopa rasta pretpostavljena je u iznosu od 2,66% na razini prosječnog dugoročnog rasta BDP-a RH.

Osjetljivost vrijednosti kapitala testirana je istovremenim povećanjem / smanjenjem središnje vrijednosti WACC i središnje vrijednosti dugoročne stope rasta za 50 pp.

DISKONTNA STOPA

Prosječni ponderirani trošak kapitala (WACC) procijenjen je na 9,89% temeljem prilagođenog CAPM modela.

WACC izračun (VARTEKS)	Komentar/ izvor
Izračun prosječnog ponderiranog troška kapitala	
Trošak kapitala	
Bez-rizična stopa ⁽¹⁾	3,24% Referentni prinos do dospijeća na domaće obveznice umanjene za premiju rizika zemlje
Premija domaćeg tržišta kapitala (ERP) ⁽²⁾	4,96% Dugoročni prosječni prinos koji bi trebali zahtijevati investitori na domaćem tržištu kapitala
Beta faktor ⁽³⁾	0,97 Beta faktor prilagođen strukturi financiranja i efektivnoj poreznoj stopi Društva
Specifična premija za veličinu ⁽⁴⁾	5,10% Premija za veličinu
Trošak kapitala	13,15%
Trošak duga	
Trošak duga (prije poreza) ⁽⁵⁾	8,46% Prosječna kamatna stopa na stanja kredita Društva
Stopa poreza na dobit	18,00% Zakonska stopa poreza na dobit u RH
Trošak duga (nakon poreza)	6,94%
Struktura financiranja ⁽⁶⁾	
E/(D+E)	47,5% Prosječni udio vlasničke glavnice u strukturi financiranja usporedivih kompanija
D/(D+E)	52,5% Prosječni udio duga u strukturi financiranja usporedivih kompanija
WACC	9,89%

(1) Izračun Savjetnika

(2) Izračun Savjetnika

(3) Refinitiv Eikon, analiza Savjetnika

(4) Duff & Phelps priručnik za procjene vrijednosti

(5) Društvo

(6) Refinitiv Eikon

DIO 7
TROŠKOVNI PRISTUP

PROCJENA VRIJEDNOSTI PRIMJENOM METODE NETO IMOVINE

PODRUČJE

STR.

Primjena i izračun metodom neto imovine (NAV)

32

IZRAČUN VRIJEDNOSTI PRIMJENOM NAV METODE

Na temelju činjenica i pretpostavki primjenom NAV metode, procjenjujemo da je indikativna fer vrijednost jedne dionice jednaka 0,00 EUR.

• Izračun vrijednosti vlasničke glavnice društva Varteks d.d. izvršen je temeljem metode neto vrijednosti imovine.

• Prilagodba je izvršena za vrijednost Zemljišta, građevinskih objekata i ulaganja u nekretnine čija je knjigovodstvena vrijednost na datum 31.03.2024. iznosila 23.699.332 EUR, dok posljednja procjena vrijednosti nekretnima Društva koja je izvršena od strane neovisnog procjenitelja ukazuje da tržišna vrijednost nekretnima iznosi 23.807.099 EUR, te je iz navedenog razloga Savjetnik primijenio tržišnu vrijednost nekretnima.

• Prilagodba je izvršena za vrijednost Zaliha čija je knjigovodstvena vrijednost na datum 31.03.2024. iznosila 2.293.286 EUR, dok posljednja procjena vrijednosti zaliha Društva koja je izvršena od strane internog odbora unutar Društva ukazuje da tržišna vrijednost zaliha iznosi 2.519.990 EUR, te je iz navedenog razloga Savjetnik primijenio tržišnu vrijednost zaliha.

• Prilagodba aktivnih i pasivnih vremenskih razgraničenja provedena je kako bi se osiguralo da njihova vrijednost odgovara stvarnim budućim novčanim koristima ili obvezama.

Bilanca stanja (VARTEKS) EUR

	31.03.2024 Preliminarno	Prilagodba	31.03.2024 Prilagođeno
Nematerijalna imovina	110.209	-	110.209
Materijalna imovina	25.942.055	107.767	25.942.822
a) Zemljišta, građevinski objekti i ulaganja u nekretnine	23.699.332	107.767	23.807.099
b) Postrojenja i oprema	1.352.192	-	1.352.192
c) Alati, pogonski inventar i transportna imovina	195.975	-	195.975
d) Predumovi za materijalnu imovinu	90.185	-	90.185
e) Ostala materijalna imovina	4.371	-	4.371
Dugotrajna financijska imovina	428.396	-	428.396
Dugotrajna potraživanja	465	-	465
Dugotrajna imovina	25.881.126	107.767	25.988.893
Zalihe	2.293.286	226.704	2.519.990
Potraživanja od kupaca	3.546.746	-	3.546.746
Ostala potraživanja	114.199	-	114.199
Kratkotrajna financijska imovina	108.440	-	108.440
Novce u blagajni i blagajni	45.404	-	45.404
Aktivna vremenska razgraničenja	81.942	(81.942)	-
Kratkotrajna imovina	6.190.018	144.762	6.334.779
(A) Ukupna imovina	32.071.143	252.529	32.323.672
Dugoročna rezerviranja	835.865	-	835.865
Dugoročne financijske obveze	6.112.195	-	6.112.195
Odgodena porezna obveza	2.079.417	-	2.079.417
Ostale dugoročne obveze	1.515.057	-	1.515.057
Dugoročne obveze	10.397.714	-	10.397.714
Kratkoročne financijske obveze	17.462.168	-	17.462.168
Obveze prema dobavljačima	3.727.171	-	3.727.171
Ostale kratkoročne obveze	3.890.891	-	3.890.891
Pasivna vremenska razgraničenja	205.399	(96.280)	109.119
Kratkoročne obveze	25.285.629	(96.280)	25.189.348
(B) Ukupne obveze	35.683.343	(96.280)	35.587.062
(A-B) Neto imovina	(3.612.200)	348.810	(3.263.390)
Vrijednost kapitala (Equity value) - konučno	-	-	-
Broj uvrštenih dionica	5.026.686	-	5.026.686
Vrijednost po dionici (a EUR)	-	-	-

Metoda neto vrijednosti imovine

- Troškovi pristup temelji se na načelu supstitucije, putem koje kupac imovine nije spreman platiti više nego što bi bili troškovi zamjene s imovinom iste funkcionalnosti. Troškovi pristup razmatra tržišnu vrijednost imovine i obveza, bez obzira na njenu iskazanu knjigovodstvenu vrijednost. Razlika između procijenjene fer tržišne vrijednosti imovine i obveza predstavlja vrijednost kapitala.
- Metoda neto vrijednosti imovine ("NAV") prema troškovnom pristupu, razmatra imovinu i obveze, uključujući nematerijalnu imovinu i potencijalne obveze. Neto imovina, nakon smanjenja davanja povlaštenim dioničarima, ako ih ima, predstavlja vrijednost društva.

- Oduzimanjem prilagođene vrijednosti obveza od prilagođene vrijednosti imovine, dolazi se do vrijednosti 100% udjela u društvu Varteks d.d.
- Prilagođena vrijednost imovine Društva na datum 31.03.2024. iznosi 32.323.672 EUR, dok prilagođena vrijednost obveza iznosi 33.587.062 EUR, što rezultira vrijednošću neto imovine (vlasničke glavnice) u iznosu od 0,00 EUR.
- Obzirom na činjenicu da broj dionica u opticaju iznosi 5.026.686 dionica, na temelju činjenica i pretpostavki primjenom NAV metode, indikativna fer vrijednost jedne dionice jednaka je 0,00 EUR.

DIO 8
DODATAK

DODATNE INFORMACIJE

PODRUČJE	STR.
Dodatak I: Izvori informacija	34
Dodatak II: Izračun diskontne stope	35
Dodatak III: Promjene u radnom kapitalu	38
Dodatak IV: Informativni prikaz CTM metode	39
Dodatak V: Informativni prikaz CCM metode	41

DODATAK I: IZVORI INFORMACIJA

Izvori informacija

U svrhu provedbe analize korištena je sljedeća dokumentacija zaprimljena od Društva na koju se procjena oslanja:

- Financijski izvještaji Društva za razdoblje 2020-2022
- Preliminarna bruto bilanca i financijski izvještaji na dan 31.12.2023. godine

Također smo koristili informacije iz sljedećih baza podataka:

- Informacije iz baze podataka Merger Market, Refinitiv i Bloomberg
- Informacije dostupne na stranici Damodaran Online (www.stern.nyu.edu/).

Ključne činjenice, pretpostavke i ostali detalji sastavni su dio ovog projekta i pripremljeni su od strane Savjetnika, prema informacijama dobivenim od strane Klijenta.

Sve ostale informacije koje su dobivene iz javnih izvora smatraju se pouzdanim i Savjetnik je uložio potreban trud za provjeru njihove preciznosti i točnosti, u koje se Savjetnik pouzda, međutim za njih ne jamči.

Ključne rasprave

Za potrebe pripreme ovog izvješća održali smo nekoliko sastanaka s predstavnicima Društva, te smo između ostaloga:

- Raspravili s Društvom ključne činjenice o financijskom stanju i poslovanju, budućim izgledima i predviđenim poslovima i poslovanju Društva;
- Raspravili s Klijentom pristup i metodologiju vrednovanja te ključne pretpostavke koje se u izvješću nalaze.

Savjetnik nije odgovoran za vjerodostojnost podataka na temelju kojih je izvršena procjena, te ne može prihvatiti implicitnu i/ili eksplicitnu odgovornost za dostavljene informacije.

DODATAK II: IZRAČUN DISKONTNE STOPE (1/3)

Prosječni ponderirani trošak kapitala (WACC)

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

$$WACC = W_c * CoE + W_d * CoD * (1 - Porez)$$

gdje:

- W_c (Weight of Equity) predstavlja ciljani udio vlasničkog kapitala (equity) u strukturi financiranja društva
- W_d (Weight of Debt) predstavlja ciljani udio duga u strukturi financiranja društva.
- CoE je trošak kapitala (cost of equity)
- CoD je trošak duga (cost of debt)
- Porez je stopa poreza na dobit u RH

Trošak kapitala (Cost of Equity)

Za potrebe aproksimacije troška kapitala, korišten je prilagođeni CAPM. Tradicionalni CAPM ne uzima u obzir specifične rizike (poput veličine društva), odnosno nesustavne rizike povezane uz predmetno društvo. Ovi se rizici mogu uzeti u obzir dodavanjem premija za rizik za veličinu poslovanja i poslovne (nesustavne) rizike, što je u prilagođenoj CAPM formuli iskazano kroz faktor Alpha. Prilagođeni CAPM može se izraziti pomoću sljedeće formule:

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

gdje:

- RFR (Risk-free rate)** predstavlja bezrizičnu kamatnu stopu izračunata u obliku prinosa dugoročnih državnih obveznica, jer one imaju vrlo nizak rizik nepodmirenja obveza plaćanja, visoku naplativost i uključuju premiju za vremensko razdoblje (u slučaju odabira dugoročnih državnih obveznica). RFR je izračunat temeljem referentnog prinosa do dospijeca na domaće obveznice umanjene za premiju rizika zemlje. Izračuna je prikazan u sljedećoj tablici:

Trošak kapitala (Cost of Equity) – nastavak

Izračun bez-rizične stope

A. Izračun referentnog prinosa do dospijeca	
Kupovna kotacija ⁽¹⁾	70,15
Prodajna kotacija ⁽¹⁾	70,94
Mid kotacija ⁽²⁾	70,55
Kamatni ⁽²⁾	1,25%
Period isplate ⁽³⁾	polugodišnje
Nominala ⁽³⁾	100
Dan namire (Datum primjene)	7.3.2024
Dospijec ⁽³⁾	3.3.2040
Prinos do dospijeca	3,71%

B. Izračun rizika zemlje

CDS 5Y CRO ⁽⁴⁾	81,96
CDS 5Y US ⁽⁵⁾	35,07
Rizik zemlje	0,47%

Bez-rizična stopa (A-B)

	3,24%
--	-------

(1) Kotacije voditih ugovora na tržištu duga u RH, RBA analize

(2) Izdanj Stjemenika

(3) Prospekt obveznice HRRHF0403E, ZSE

(4) RBA ekonomski indikator

(5) Investing.com: United States CDS 5 Years

- β (beta factor)** predstavlja mjeru sistemskog rizika društava u odnosu na tržište koja se izražava kao funkcija odnosa između viška povrata (excess return) na pojedinačnu vrijednosnicu i povrata na tržištu mjereno indeksom kao što je Standard & Poor's 500 Stock Composite Indeks ("S&P 500"). Za cjelokupno tržište, beta je po definiciji jednaka 1,0. Objavljeni beta faktori mogu se nazvati „levered beta“ ili beta s polugom jer oni odražavaju financijsku polugu strukture kapitala tvrtke. Za potrebe vrednovanja potrebno je prilagoditi beta faktor kako bi isti odražavao odabranu strukturu kapitala Društva. Beta bez poluge (unlevered beta) uklanja učinke duga u strukturi kapitala kako bi odražavala traženi povrat ulaganja kada se ulaganje financira u cijelosti u kapitalu. Izračun prilagođenog beta faktora Društvu prikazan je u sljedećoj tablici:

DODATAK II: IZRAČUN DISKONTNE STOPE (2/3)

Trošak kapitala (Cost of Equity) – nastavak

Beta izračun	
Beta s polugom ⁽¹⁾	0,95
D/E omjer ⁽²⁾	110,74%
Marginalna porezna stopa ⁽³⁾	22,24%
Beta bez poluge (beta imovine)	0,51
D/E, ciljano ⁽⁴⁾	110,74%
Zakonska porezna stopa ⁽⁵⁾	18,00%
Beta s polugom (beta glavnice)	0,97

(1) Apparel & Accessories (NEC), Europa, Refinitiv Eikon, Ožujak 2024.

(2) Apparel & Accessories (NEC), Europa, Refinitiv Eikon, Ožujak 2024.

(3) Apparel & Accessories (NEC), Europa, Refinitiv Eikon, Ožujak 2024.

(4) Ciljana struktura financiranja Društva prema strukturi usporedljivih društava

(5) Zakonska stopa poreza na dobit u RH.

Premija za rizik kapitala (ERP)

- **ERP** odnosno premija za rizik kapitala ili tržišna premija (Equity risk premium) odražava zahtijevani prinos (kompenzaciju) investitora za preuzimanje rizika ulaganja u vlasnički kapital kompanije. Ako se izmjeri pomoću povijesnih podataka, isti je prikazan kao razlika između ukupnog prinosa na dionicama (large-cap equities) i prinosa od državnih obveznica.
- Dakle, ERP predstavlja prinos koji investitor zahtijeva za dodatni rizik ako umjesto u nerizične vrijednosne papire ulaže u dionice/ dionicu poduzeća. U našoj analizi korišten je ERP izračunat temeljem povijesnih podataka, a prema podacima prof. Damodarana, prilagođen za rizik domaćeg tržišta.

Trošak kapitala (Cost of Equity) – nastavak

Premija domaćeg tržišta kapitala (ERP) izračun	
A. Premija razvijenog tržišta kapitala (ERP) ⁽¹⁾	4,33%
Rizik zemlje ⁽²⁾	0,47%
Relativna volatilnost tržišta dionici u odnosu na obvezničko ⁽³⁾	1,34
B. Rizik domaćeg tržišta kapitala	0,63%
Premija domaćeg tržišta kapitala, ERP (A+B)	4,96%

(1) Aswath Damodaran, pages.stern.nyu.edu

(2) Izračun Savjetnika

(3) Aswath Damodaran, pages.stern.nyu.edu

DODATAK II: IZRAČUN DISKONTNE STOPE (3/3)

Trošak duga (Cost of Debt)

- Kako bi diskontna stopa odražavala tržišne stope duga, za potrebe izračuna diskontne stope (WACC-a), korištena je prosječna ponderirana kamatna stopa na stanja kredita Društva na dan 31.12.2023. godine.
- Kao rezultat, trošak duga je procijenjen na razini od 8,46% (prije poreza).

Struktura financiranja (Weight of Equity and Debt)

- U našoj analizi WACC je temeljen na optimalnoj strukturi kapitala u odnosu na stvarnu (trenutnu) strukturu kapitala. Sukladno navedenome, struktura financiranja pripremljena je u skladu s prosječnim D/E omjerom javnih poduzeća u industriji Apparel & Accessories (NEC), a koja iznosi 110,74% prema javno dostupnim podacima dostupnim u informacijskoj bazi podataka Refinitiv Eikon.

DODATAK III: PROMJENE U RADNOM KAPITALU

Promjene u radnom kapitalu (VARTEKS)	31Pro-2020		31Pro-2021		31Pro-2022		31Pro-2023		31Pro-2024		31Pro-2025		31Pro-2026		31Pro-2027		31Pro-2028		TV	
	Ostvareno	% prihoda	Ostvareno	% prihoda	Ostvareno	% prihoda	Ostvareno	% prihoda	Planirano	% prihoda	Planirano	% prihoda	Planirano	% prihoda	Planirano	% prihoda	Planirano	% prihoda	Planirano	Planirano
Zalihe	6.678.039		5.657.462		4.552.014		2.966.035		2.735.677		2.830.231		2.927.402		3.027.214		3.129.689		3.142.420	
Potraživanja od kupaca	943.511		3.999.323		4.016.672		3.750.424		3.937.945		4.134.842		4.341.585		4.558.664		4.786.597		4.882.329	
Obveze prema dobavljačima	(3.549.794)		(3.465.641)		(3.283.289)		(3.636.615)		(3.354.176)		(3.470.108)		(3.589.248)		(3.711.626)		(3.837.269)		(3.852.878)	
Trgovinski radni kapital	4.071.755		6.191.145		5.285.397		3.079.844		3.319.446		3.494.966		3.679.739		3.874.252		4.079.017		4.171.871	
Ostala potraživanja	430.899		257.986		175.907		185.075		194.329		204.045		214.247		224.960		236.208		240.932	
Aktivna vremenska razgraničenja	40.210		83.345		64.783		119.727		125.713		131.999		138.599		145.529		152.805		155.861	
Ostale obveze	(3.323.432)		(2.797.128)		(3.622.095)		(3.664.128)		(3.847.334)		(4.039.701)		(4.241.686)		(4.453.770)		(4.676.459)		(4.769.988)	
Pasivna vremenska razgraničenja	(431.806)		(342.896)		(179.091)		(196.567)		(206.395)		(216.715)		(227.551)		(238.928)		(250.875)		(255.892)	
Ostali radni kapital	(3.284.129)		(2.818.693)		(3.560.496)		(3.555.893)		(3.733.688)		(3.920.372)		(4.116.391)		(4.322.210)		(4.538.321)		(4.629.087)	
Neto radni kapital	787.626	5,2%	3.372.452	24,0%	1.724.901	12,0%	(476.049)	-3,7%	(414.242)	-3,1%	(425.406)	-3,0%	(436.652)	-2,9%	(447.958)	-2,9%	(459.304)	-2,8%	(457.216)	-2,7%
Promjene u radnom kapitalu	N/A		(2.584.826)		1.647.551		2.200.950		(61.807)		11.165		11.245		11.306		11.346		(2.087)	
Pretpostavke																				
Dani vezivanja zaliha	268		270		267		218		218		218		218		218		218		218	
Dani naplate	23		104		102		107		107		107		107		107		107		107	
Dani plaćanja	114		125		139		190		190		190		190		190		190		190	
Ostala potraživanja kao % prihoda	2,9%		1,7%		1,2%		1,4%		1,4%		1,4%		1,4%		1,4%		1,4%		1,4%	
AVR kao % prihoda	0,3%		0,6%		0,5%		0,9%		0,9%		0,9%		0,9%		0,9%		0,9%		0,9%	
Ostale obveze kao % prihoda	-22,0%		-19,9%		-25,2%		-28,5%		-28,5%		-28,5%		-28,5%		-28,5%		-28,5%		-28,5%	
PVR kao % prihoda	-2,9%		-2,4%		-1,2%		-1,5%		-1,5%		-1,5%		-1,5%		-1,5%		-1,5%		-1,5%	

DODATAK IV: INFORMATIVNI PRIKAZ CTM METODE

Identificirali smo 21 transakciju u sektoru Odjeće i modnih dodataka, a prosječni multiplikatori su 1,1x prihod i 8,5x EBITDA. Prosječna EBITDA marža preuzetih društava iznosila je 12,9%.

Identificirane transakcije (VARTERS d.d.)
Podaci o identificiranim transakcijama

#	Ciljano društvo	Krajac	Preuzeti udio	Datum	Država	Preuzeta transakcija			Prilagodeni omjer		
						Vrijednost (€)	EV/EBITDA	EV/EBITDA	DLOC	EV/Prihodi	EV/Prihodi
1	Toys SpA	Catterson Management Co LLC	36,00%	10.01.24	Italy	512	1,8x	8,5x	0,0%	1,8x	8,5x
2	Reiss Ltd	Next Plc Reiss family (Private Individuals)	34,00%	1.04.25	United Kingdom	150	1,2x	N/A	0,0%	1,2x	N/A
3	Valentino Fashion Group SpA	Keating SA	30,00%	27.09.23	Italy	1.700	4,0x	16,2x	0,0%	4,0x	16,2x
4	Calida Holding AG	Unidorsedel Acquirer	33,43%	28.09.22	Switzerland	119	1,2x	7,5x	0,0%	1,2x	7,5x
5	Ted Baker Ltd	Symcor Finance LP	100,00%	18.02.22	United Kingdom	465	0,9x	N/A	-39,2%	0,9x	N/A
6	Ted Baker Ltd	Authentic Brands Group Inc. ABC/Robin BldCo. (UK) Ltd	99,95%	4.02.22	United Kingdom	407	0,8x	N/A	-15,2%	0,7x	N/A
7	The Lestington Company AB	Manna & Co Or	97,40%	18.01.22	Sweden	20	0,5x	5,8x	-2,3%	0,5x	5,8x
8	French Connection Group plc	Apollon Singh Chitra (Private Investor); KJR Brothers Limited; Anant Singh Grewal (Private Investor)	74,62%	23.01.21	United Kingdom	50	0,7x	N/A	-29,9%	0,5x	N/A
9	Mommiat Sports Group AG	Teknos Capital Limited	100,00%	26.01.21	Switzerland	298	1,1x	N/A	0,0%	1,1x	N/A
10	Aon Denzelmeester	Chaudhri Antonio (Private Investor)	100,00%	16.01.20	Belgium	30	1,5x	10,0x	0,0%	1,5x	10,0x
11	Gymshark Ltd	General Atlantic LLC; Ben Francis (Private Investor)	100,00%	14.06.20	United Kingdom	221	4,0x	N/A	0,0%	4,0x	N/A
12	Golden Goose SpA	Premia Ltd	100,00%	12.03.20	Italy	0	4,0x	15,6x	0,0%	4,0x	15,6x
13	Wooland AS	Dale of Norway AS	100,00%	16.09.19	Norway	5	1,2x	15,3x	0,0%	1,2x	15,3x
14	Thierry Mugler S.A.S./Loris Azzaro	L'Oréal SA	56,70%	21.03.19	France; France	1.300	3,1x	N/A	0,0%	3,1x	N/A
15	NSMF A/S	Larotina Capital Advisors AB	60,00%	1.03.19	Denmark	67	2,2x	16,3x	0,0%	2,2x	16,3x
16	Veritas NV	White Van Capital (Private Investor); CIM CVRA; Ewan Van Oort (Private Investor)	60,00%	26.01.19	Belgium	25	0,5x	1,7x	0,0%	0,5x	1,7x
17	Berry Blue SpA	Sparto Sp. A.	100,00%	12.01.19	Italy	190	1,6x	8,3x	0,0%	1,6x	8,3x
18	Tailored Brands, Inc. (apparel-apparel business)	LDC (Manager) Ltd	100,00%	19.04.19	United Kingdom	56	0,5x	N/A	0,0%	0,5x	N/A
19	Kappahl AB	Melby Guld AB	61,90%	20.09.19	Sweden	138	0,4x	4,7x	-42,3%	0,2x	2,7x
20	IC Group A/S	Filtheden Invest A/S	33,89%	20.04.19	Denmark	27	0,4x	5,7x	0,0%	0,4x	5,7x
21	The Kooples Diffusion SAS	Maus Press SA	100,00%	20.02.19	France	180	0,8x	11,3x	0,0%	0,8x	11,3x
						13x	1,2x	9,3x		1,1x	8,5x

Kriteriji pretrage transakcija

- Industrijski sektor: Apparel & Accessories (NEC)
- Geografsko područje: Europa
- Period izvršenja transakcije: Posljednjih 5 godina
- Uzete su u obzir samo transakcije za koje su dostupne informacije o kupoprodajnoj cijeni te multiplikatoru vrijednosti

A DLOC

- Multiplikatori su prilagođeni za diskont za nedostatak kontrole (DLOC) obzirom na činjenicu da je predmet procjene manjinski udio u vlasničkoj glavici Društva.

B Multiplikatori vrijednosti

- Medijski multiplikator transakcije iznosi je 1,1x prihod te 8,5x EBITDA, implicirajući prosječnu EBITDA maržu ciljanih društava od 12,9%.

• CTM metoda vrednuje poslovanje društva temeljem cijena u usporednim tržišnim transakcijama.

• Usporedive transakcije identificirali smo temeljem pretrage javnih izvora, baze podataka MergerMarket.

• Pretržili smo transakcije na području Europe, preuzetih društava aktivnih u sektoru telekomunikacija, koje su realizirane u posljednjih pet godina i za koje su dostupne pouzdane informacije o cijeni i vrijednosti transakcije.

• Primjenom navedenih kriterija identificirali smo uzorak od 21 transakciju relativno usporedivih s Društvom, a prosječni multiplikatori vrijednosti iznosili su 1,1x prihod te 8,5x EBITDA. Navedeno implicira prosječnu EBITDA maržu od 12,9%.

• Društva preuzeta u transakcijama bave se usporedivom djelatnošću, međim postoje značajne razlike u veličini kompanije te tržišnoj orijentaciji, što je dovelo do ograničenja primjene.

• Primjenom CTM metode izračunali smo multiplikatore vrijednosti za preuzete tvrtke na temelju relevantnih pokazatelja financijskog stanja i poslovanja, u ovom slučaju s obzirom na ukupnu transakcijsku cijenu. Navedeni multiplikatori prilagođeni su za diskont za nedostatak kontrole (DLOC) obzirom na činjenicu da je predmet procjene manjinski udio u vlasničkoj glavici Društva.

DODATAK IV: INFORMATIVNI PRIKAZ CTM METODE

Nismo koristili CTM metodu radi nemogućnosti identifikacije uzorka društava koje su bile predmet recentnih transakcija (M&A), a koje su prema profilu, veličini i rizicima usporedive s Društvom.

- Multiplikatori su aplicirani na financijske parametre na bazi trogodišnjeg razdoblja, uzimajući u obzir ostvarenje prihoda i prilagođene EBITDA 2021-2023 godine.
- Financijski parametri trogodišnjeg razdoblja uzeti su radi činjenice da se donekle smanji utjecaj specifičnih događaja pojedinog razdoblja, te da vrijednost odražava i povijesne rezultate i aktualne financijske pokazatelje.
- CTM metoda nije uzeta u obzir prilikom procjene vrijednosti obzirom na činjenicu društvo tijekom protekle tri godine nije ostvarilo pozitivan EBITDA rezultat, dok su društva koja su predmet usporedivih transakcija pretežito profitabilna, te stoga nisu prema profilu, veličini i rizicima usporediva s Društvom.

Metoda usporedivih transakcija (VARTEKS d.d.)

Izračun vrijednosti
EUR

(10,0%) Medijan 10,0%

Indikativna vrijednost društva

Poslovni prihodi	EV/Prihodi	Vrijednost poslovanja
14.074.078	1,1x	14.008.070
14.385.680	1,1x	14.318.211
12.850.573	1,1x	12.790.304
<i>Prosjeke</i>		13.705.528

Prosjeke **13.705.528** **15.228.365** **16.751.201**

EBITDA pril. EV/EBITDA

EBITDA pril.	EV/EBITDA	Vrijednost poslovanja
(5.507.255)	8,5x	N/A
(3.806.068)	8,5x	N/A
(3.314.378)	8,5x	N/A
<i>Prosjeke</i>		N/A

Prosjeke **N/A** **N/A** **N/A**

Financijski parametri

- Koristili smo financijske parametre društva na bazi posljednje tri financijske godine.
- Financijski parametri trogodišnjeg razdoblja uzeti su radi činjenice da se donekle smanji utjecaj specifičnih događaja pojedinog razdoblja, te da vrijednost odražava rezultate temeljem aktualnih financijskih pokazatelja

Multiplikatori vrijednosti

- Koristili su široko primijenjeni parametri vrijednosti u odnosu na prihode i EBITDA čija je primjena najpopularnija radi relativno male osjetljivosti na različitosti u računovodstvenim politikama.
- Parametri obuhvaćaju promet i profitabilnost ciljanog društva te kao takvi daju kreditibilnu mjeru vrijednosti, međutim, iako su relativno imuni na računovodstvene politike, u određenoj mjeri moguće su razlike između računovodstvenih politika u segmentu priznavanja prihoda, troškova zaposlenika i sl.

DODATAK V: INFORMATIVNI PRIKAZ CCM METODE

Identificirali smo 20 usporedivih društava u sektoru Odjeće i modnih dodataka čijim se dionicama trgovje, a prosječni multiplikatori su 1,0x prihod i 9,8x EBITDA. Prosječna EBITDA marža društava iznosila je 10,2%.

Identificirane usporedive kompanije (VARTEKS d.d.)

#	Društvo	Država	Burza	Tržišna kap. USDm	EV/Prhodi	Multiplikatori vrijednosti EV/EBITDA
1	Hugo Boss AG	Germany	Xetra	4.877	1,4x	7,6x
2	Moncler SpA	Italy	Milan Stock Exchange	20.090	6,7x	17,3x
3	Salvatore Ferragamo SpA	Italy	Milan Stock Exchange	2.252	2,1x	10,3x
4	Adolfo Dominguez SA	Spain	BME SPANISH EXCHANGE	44	0,7x	5,6x
5	QUTZ PLC	United Kingdom	London Stock Exchange	9	0,1x	5,1x
6	OVS SpA	Italy	Milan Stock Exchange	708	1,2x	5,7x
7	Devernis SA	France	Euronext Paris	3	0,4x	2,9x
8	Ahlers AG	Germany	Frankfurt Stock Exchange	0	0,1x	20,9x
9	Barbara Bui SA	France	Euronext Paris	5	0,7x	2,3x
10	La Perla Fashion Holding NV	Netherlands	Euronext Paris	820	16,3x	N/A
11	Aerie SpA	Italy	Milan Stock Exchange	112	1,1x	23,0x
12	Calida Holding AG	Switzerland	SIX Swiss Exchange	268	0,9x	15,5x
13	Gentili Mosconi SpA	Italy	Milan Stock Exchange	70	0,9x	4,8x
14	Bjorn Borg AB	Sweden	OMX Nordic Exchange Stockholm AB - cash	126	1,5x	9,8x
15	Esoniq & Henderson SA	Poland	Warsaw Stock Exchange	21	0,4x	5,6x
16	Minceva Knitwear SA	Greece	Athens Stock Exchange	5	1,2x	8,5x
17	CDRL SA	Poland	Warsaw Stock Exchange	19	0,5x	10,4x
18	MED SA	Greece	Athens Stock Exchange	15	4,3x	16,1x
19	Confecii Vaslui SA	Romania	Bucharest Stock Exchange	5	4,8x	12,6x
20	Miza 96 AD	Bulgaria	Bulgarian Stock Exchange - Sofia	1	0,2x	13,8x

Medijan

A

1,0x

9,8x

A Kriteriji pretrage transakcija

- Industrijski sektor: Apparel & Accessories (NEC)
- Geografsko područje: Europa

B Multiplikatori vrijednosti

- Pretragom baze podataka Refinitiv Eikon dostupni su multiplikatori vrijednosti cijene u odnosu na kapital (P/B), prihode (P/S) i neto zaradu (P/E) te već navedeni omjeri vrijednosti u odnosu na prodaju i operativnu dobit prije amortizacije (EV/prihodi i EV/EBITDA).
- Multiplikator P/B nismo razmatrali s obzirom da je isti relevantan kod poduzeća kojima je relevantan pokazatelj kapitala (poput bankarskog sektora i fondova). Multiplikator P/S nismo koristili s obzirom da ne uzima u obzir profitabilnost poduzeća, dok multiplikator P/E nismo koristili jer je isti značajno pod utjecajem računovodstvenih politika i poreznog sustava pojedine zemlje.

CCM metoda vrednuje poslovne društva temeljem cijena trgovanja dionicama javno listanih kompanija.

Usporedive transakcije identificirali smo temeljem pretrage javnih izvora i baze Refinitiv Eikon.

Pretražili smo trgovinske cijene društava čije su dionice listane na uređenim tržištima u Europi, društava koja su aktivna u sektoru Odjeće i modnih dodataka i za koje su dostupne informacije o trgovanju.

Primjenom navedenih kriterija identificirali smo uzorak od 20 društava relativno usporedivih s Društvom, a prosječni multiplikatori vrijednosti iznosili su 1,0x prihod te 9,8x EBITDA. Navedeno implicira prosječnu EBITDA maržu od 10,2%.

Društva se bave usporedivom djelatnošću, međutim postoje značajne razlike u veličini kompanije te tržišnoj orijentaciji, što je jedno od ograničenja primjene.

Primjenom CCM metode izračunali smo multiplikatore vrijednosti za preuzete tvrtke na temelju relevantnih pokazatelja financijskog stanja i poslovanja, u ovom slučaju s obzirom na ukupnu transakcijsku cijenu. Navedeni multiplikatori nisu prilagođeni uzimajući u obzir razlike između Društva i usporedivih tvrtki zbog nedostatka relevantnih javno dostupnih podataka.

DODATAK V: INFORMATIVNI PRIKAZ CCM METODE

Nismo koristili CCM metodu radi nemogućnosti identifikacije uzorka društava čije dionice kotiraju na uređenom tržištu, a koje su prema profilu, veličini i rizicima usporedive s Društvom.

- Multiplikatori su aplicirani na financijske parametre na bazi trogodišnjeg razdoblja, uzimajući u obzir ostvarenje prihoda i prilagođene EBITDA 2021-2023 godine.
- Financijski parametri trogodišnjeg razdoblja uzeti su radi činjenice da se donckle smanji utjecaj specifičnih događaja pojedinog razdoblja, te da vrijednost odražava i povijesne rezultate i aktualne financijske pokazatelje.
- CCM metoda nije uzeta u obzir prilikom procjene vrijednosti obzirom na činjenicu društvo tijekom protekle tri godine nije ostvarilo pozitivan EBITDA rezultat, dok su društva čije dionice kotiraju na uređenom tržištu pretežito profitabilna, te stoga nisu prema profilu, veličini i rizicima usporediva s Društvom.

Metoda usporedivih transakcija (VARTEKS d.d.)

Izračun vrijednosti

EUR (10,0%) Medijan 10,0%

Indikativna vrijednost društva

	Poslovni prihodi	Multiplikator	EV/Prihodi	
FY2021 ostvareno	14.074.078	1,0x	14.047.244	15.451.968
FY2022 ostvareno	14.385.680	1,0x	14.358.252	15.794.077
FY2023 preliminarno	12.850.573	1,0x	12.826.072	14.108.679

Prosjeke 12.369.470 13.743.856 15.118.242

EBITDA pril.

	EBITDA pril.	Multiplikator	EV/EBITDA	
FY2021 ostvareno	(5.507.255)	9,8x	N/A	N/A
FY2022 ostvareno	(3.806.068)	9,8x	N/A	N/A
FY2023 preliminarno	(3.314.378)	9,8x	N/A	N/A

Prosjeke N/A N/A N/A N/A

Financijski parametri

- Koristili smo financijske parametre društva na bazi posljednje tri financijske godine.
- Financijski parametri trogodišnjeg razdoblja uzeti su radi činjenice da se donekle smanji utjecaj specifičnih događaja pojedinog razdoblja, te da vrijednost odražava rezultate temeljem aktualnih financijskih pokazatelja.

Multiplikatori vrijednosti

- Koristili su široko primijenjeni parametri vrijednosti u odnosu na prihode i EBITDA čija je primjena najpopularnija radi relativno male osjetljivosti na različitosti u računovodstvenim politikama.
- Parametri obuhvaćaju promet i profitabilnost ciljanog društva te kao takvi daju kreditivnu mjeru vrijednosti, međutim, iako su relativno imuni na računovodstvene politike, u određenoj mjeri moguće su razlike između računovodstvenih politika u segmentu priznavanja prihoda, troškova zaposlenika i sl.

ZA VIŠE INFORMACIJA:

Marčinković i partneri d.o.o.

Ulica grad Vukovara 269g

Green Gold centar, Toranj V2

10000 Zagreb

Hrvatska

T: +385 1 6539 326

E: info@m-p.hr

www.m-p.hr



MARČINKOVIĆ
i PARTNERI



Russell Bedford
taking you further

Russell Bedford Croatia
revizija d.o.o.
Selska cesta 90b/2.kat
10000 Zagreb - Hrvatska / Croatia
OIB: 64094041583
T: +385 1 4107 118
F: +385 1 3758 211
E: info@russellbedford.hr

Member of Russell Bedford International

www.russellbedford.hr

**IZVJEŠĆE NEOVISNOG REVIZORA
O PROCJENI FER VRIJEDNOSTI DIONICE NA DAN
12. TRAVNJA 2024. GODINE**

VARTEKS d.d.
(ciljno društvo)

Zagreb, svibanj 2024.

Sadržaj:

Izješće neovisnog revizora s neovisno izraženim uvjerenjem Upravi društva VARTEKS d.d.	2
Opis angažmana	2
Osnova za pregled	2
Isprave koje su poslužile kao osnova za ispitivanja fer vrijednosti dionice.....	3
Postupci provjere veličina iskazanih u procjeni fer vrijednosti dionice iz Elaborata	3
i. <i>Primijenjene metode korištene u Elaboratu</i>	4
ii. <i>Sažetak metoda korištenih u Elaboratu</i>	6
a) <i>Metoda tržišne cijene</i>	6
b) <i>DCF metoda</i>	6
c) <i>Metoda neto vrijednosti imovine (Net Asset Value ili „NAV“)</i>	6
iii. <i>Izračun vrijednosti dionice korištenjem metoda iz Elaborata</i>	7
iv. <i>Poteškoće koje su se javile pri procjeni fer vrijednosti dionice društva VARTEKS d.d.</i>	7
Ograničenje od odgovornosti.....	7
Mišljenje ovlaštenog revizora.....	7

Izvješće neovisnog revizora s neovisno izraženim uvjerenjem Upravi društva VARTEKS d.d.

Opis angažmana

U dogovoru s Upravom društva VARTEKS d.d., sa sjedištem u Varaždinu, Zagrebačka ulica 94, OIB: 00872098033, angažirani smo u postupku revizije Elaborata o procjeni fer vrijednosti dionica (dalje: Elaborat) društva VARTEKS d.d., (dalje: Ciljno društvo) u svrhu utvrđivanje pravične naknade sukladno čl. 341. st. 9. - 11. Zakona o tržištu kapitala (NN 65/2018., 17/2020., 83/2021., 151/2022.), izrađenog od strane društva Marčinković i partneri d.o.o.

Zakonska osnova

Sukladno čl. 341., st., 5. Zakona o tržištu kapitala, svaki dioničar društva koji je glasovao protiv odluke o povlačenju s uvrštenja na uređenom tržištu može zahtijevati od društva da društvo otkupi njegove dionice, uz pravičnu naknadu. Ovo pravo ima i dioničar koji nije sudjelovao u radu odnosno glavne skupštine zbog toga što je glavna skupština sazvana nepravilno ili nepravodobno. Zahtjev za otkup dionica dioničar je dužan podnijeti društvu najkasnije u roku od dva mjeseca od dana upisa odluke o povlačenju s uvrštenja na uređenom tržištu u sudski registar. Društvo nije dužno postupiti po zahtjevima dioničara koji podnesu zahtjeve za otkup prema društvu nakon isteka tog roka.

Pravičnom naknadom iz čl. 341., st. 5. 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. utvrđuje se elaboratom o procjeni fer vrijednosti dionice, revidiranim od strane neovisnog ovlaštenog revizora.

Procjenitelj je odgovoran za izradu Elaborata na temelju kojeg se je utvrdila fer vrijednost dionice društva VARTEKS d.d. Naša je obveza izdati mišljenje temeljeno na neovisnom uvjerenju.

Osnova za pregled

Obavili smo pregled u skladu s Međunarodnim standardom za angažmane s izražavanjem uvjerenja 3000 „Angažman s izražavanjem uvjerenja različiti od revizije ili uvida povijesnih financijskih informacija“. Između ostalog, ovaj standard zahtjeva da članovi tima koji obavljaju pregled posjeduju specifična znanja, vještine i profesionalnu kompetentnost o predmetnoj problematici, te da se pridržavaju etičkih pravila struke te planiranje i provođenje revizije kako bi se s razumnom mjerom sigurnosti utvrdilo da je Elaborat o procjeni fer vrijednosti dionice Ciljnog društva bez materijalno značajnih grešaka.

Pregled uključuje provođenje procedura u svrhu pribavljanja revizijskih dokaza o iznosima i objavama u Elaboratu o procjeni fer vrijednosti dionice Ciljnog društva. Odabir procedura ovisi o prosudbi revizora, uključujući i procjenu rizika materijalno značajnih grešaka u Elaboratu, koje mogu nastati kao posljedica prijave ili pogreške. U procjenjivanju tih rizika, revizor razmatra interne kontrole relevantne za subjektovo sastavljanje i objektivni prikaz financijskih veličina iskazanih u Elaboratu u svrhu provođenja revizijskih procedura u skladu s postojećim okolnostima, a ne u svrhu izražavanja mišljenja o učinkovitosti internih kontrola poslovnog subjekta.

Uvjereni smo da su nam pribavljeni revizijski dokazi dostatni i čine odgovarajuću osnovu u svrhu izražavanja našeg mišljenja.

Isprave koje su poslužile kao osnova za ispitivanja fer vrijednosti dionice

U svrhu provedbe ispitivanja primjerenosti fer vrijednosti dionice pregledana je sljedeća dokumentacija na koju se revizor oslanja:

- ✓ Elaborat o procjeni fer vrijednosti dionica u sklopu utvrđivanja pravične naknade iz čl. 341., st. 5. Zakona o tržištu kapitala;
- ✓ Financijski izvještaji društva VARTEKS d.d. za razdoblje od 2020. do 2022. godine;
- ✓ Preliminarni financijski izvještaji društva VARTEKS d.d. na dan 31. prosinca 2023. godine i 31. ožujka 2024. godine, te projekcije financijskih izvještaja za 2024. godinu.

Nadalje, u sklopu obavljenog pregleda poduzeli smo sljedeće:

- ✓ Verificirali matematičke točnosti izračuna vezanih za procjenu vrijednosti dionice koji se nalaze u Elaboratu o procjeni kojeg je pripremio društvo Marčinković i partneri d.o.o.
- ✓ Pregledali projicirani račun dobiti i gubitka društva VARTEKS d.d. iskazanih u Elaboratu, za razdoblje od 2024. do 2028. godine.
- ✓ Pregledali povijesno kretanje vrijednosti dionica i količinskog prometa dionicama društva VARTEKS d.d. na Zagrebačkoj burzi.
- ✓ Uvid u informacije dostupne na stranici Damodaran Online (www.stern.nyu.edu/).

Postupci provjere veličina iskazanih u procjeni fer vrijednosti dionice iz Elaborata

Sukladno čl. 341.,st.10. Zakona o tržištu kapitala, u elaboratu o procjeni fer vrijednosti dionice Ciljnog društva potrebno je navesti:

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

Naš pregled proveden je u skladu s dogovorenim angažmanom, a na način da smo provjerili pretpostavke i elemente Elaborata koje navodimo.

i. Primijenjene metode korištene u Elaboratu

Prilikom procjene fer vrijednosti dionica društva VARTEKS d.d. kako je to navedeno u Elaboratu korištene su sljedeće metode procjene vrijednosti:

1. Tržišni pristup, odnosno:
 - a. Metoda tržišne cijene
2. Dohodovni pristup, odnosno:
 - a. DCF metoda.
3. Troškovni pristup, odnosno:
 - a. Metoda neto vrijednosti imovine (Net Asset Value ili „NAV”)

Navedene metode su primjenjive sukladno međunarodnim standardima za procjenjivanje IVS 105 (International Valuation Standards) - Valuation Approaches and Methods.

a) Tržišni pristup

Metode tržišnog pristupa (CTM i CCM) pretpostavljaju da se vrijednost tvrtke može odrediti usporedbom s vrijednosnim parametrima dobivenim iz dovršenih nedavnih transakcija (M&A) i cijenama dionica usporedivih kompanija (peer grupe).

Procjenitelj nije koristio CTM i CCM metodu radi nemogućnosti identifikacije uzorka društava koje su bile predmet recentnih transakcija (M&A) i čije dionice kotiraju na uređenom tržištu, a koje su prema profilu, veličini i rizicima usporedive s Društvom.

Iako je promet dionicama relativno nizak i ne zadovoljava uvjete „aktivnog tržišta“, Procjenitelj je koristio metodu tržišne cijene iz činjenice što dionice Društva kotiraju na uređenom tržištu, uz primjenu ostalih metodoloških alata.

S obzirom na nisku razinu trgovanja, na rezultate ove metode od strane Procjenitelja apliciran je ponder od 20%.

b) *Dohodovni pristup*

Vrijednost poslovanja tvrtke primjenom ovog pristupa odražava se kroz potencijal budućih zarada za vlasnike kapitala. S obzirom da Društvo zadovoljava sve kriterije korištenja premise neograničenosti poslovanja („going concern”), DCF metoda prikladna je za vrednovanje vlasničkog kapitala Društva.

▪ *DCF metoda*

DCF metoda pruža indikaciju vrijednosti baziranu na specifičnim očekivanjima menadžmenta i budućim planovima za imovinu koja se vrednuje. Primjenom DCF metode potrebno je prognozirati budući novčani tok za koji se očekuje da će tvrtka generirati. Budući novčani tok se pretvara u ekvivalent sadašnje vrijednosti korištenjem diskontne stope kao što je trošak kapitala ili ponderirani prosječni trošak kapitala (“WACC”), na temelju vrste novčanih tokova koji se diskontiraju.

Procjenitelj je koristio ovaj pristup radi činjenice da uzima u obzir budući potencijal zarada i fundamentalne vrijednosti Društva, te s obzirom na predmet i svrhu procjene najbolje odražava vrijednost kompanije temeljem premise trenutne upotrebe imovine.

Procjenitelj je u svom Elaboratu koristio koncept slobodnog novčanog tijeka društva (FCFF) čijim su diskontiranjem primjenom WACC-a došli do vrijednosti društva na cash-free debt-free (enterprise value) bazi, nakon čega je potrebno ukalkulirati neto dug na datum procjene kako bi došli do procijenjene vrijednosti kapitala (equity value).

Na rezultate ove metode od strane Procjenitelja apliciran je ponder od 40%.

c) *Troškovni pristup*

Troškovni pristup temelji se na načelu supstitucije, putem koje kupac imovine nije spreman platiti više nego što bi bili troškovi zamjene s imovinom iste funkcionalnosti. Troškovni pristup ne uzima u obzir potencijal zarada poslovnog subjekta. Troškovni pristup uzima u obzir svu materijalnu i nematerijalnu imovinu i obveze subjekta procjene, bez obzira na knjigovodstveno iskazane vrijednosti. Razlika između procijenjene fer tržišne vrijednosti imovine i obveza predstavlja vrijednost kapitala.

▪ *Metoda neto vrijednosti imovine (Net Asset Value ili „NAV”)*

Metoda neto vrijednosti imovine (“NAV”) prema troškovnom pristupu, razmatra imovinu i obveze, uključujući nematerijalnu imovinu i potencijalne obveze. Neto imovina, nakon smanjenja davanja povlaštenim dioničarima, ako ih ima, predstavlja vrijednost društva.

NAV metoda je prikladna u slučaju kada je glavna snaga poslovanja njegova aktiva, a ne kapacitet ili potencijal za ostvarivanje dobiti.

Ovaj pristup vrednovanja uglavnom se koristi u slučajevima kada baza imovine dominira u odnosu na sposobnost zarade. Nedostatak ovog pristupa je što ne uzima u obzir potencijal poslovanja društva, odnosno uporabu imovine. Obzirom na činjenicu da je zaprimio procjenu tržišne vrijednosti za većinu imovine Društva, ovaj pristup Procjenitelj je koristio kao prikladan za analizu vrednovanja. Na rezultate ove metode od strane Procjenitelja apliciran je ponder od 40%.

Zaključenu fer vrijednost jedne redovne dionice Procjenitelj je izračunao kao ponderirani prosjek vrijednosti utvrđenih na temelju korištenih metoda.

ii. Sažetak metoda korištenih u Elaboratu

a) Metoda tržišne cijene

- Sukladno provedenoj analizi navedenoj u Elaboratu, vrijednost jedne redovne dionice VARTEKS d.d. na dan 12. travnja 2024. godine, primjenom *metode tržišne cijene* iznosi u rasponu od 0,25 do 0,31 EUR, uz **srednju vrijednost od 0,28 eur po dionici**.
- Procjenitelj je koristio metodu tržišne cijene jer dionice Društva kotiraju na uređenom tržištu, uz primjenu ostalih metodoloških alata.
- CTM metoda i CCM metoda nije korištena od strane Procjenitelja radi nemogućnosti identifikacije uzorka društava koje su bile predmet recentnih transakcija (M&A) i čije dionice kotiraju na uređenom tržištu, a koje su prema profilu, veličini i rizicima usporedive s Društvom.
- Vrijednost po dionici izračunata je na ukupan broj redovnih dionica (5.026.686 dionica, oznake VART).

b) DCF metoda

- Sukladno provedenoj analizi navedenoj u Elaboratu, vrijednost jedne redovne dionice VARTEKS d.d. na dan 12. travnja 2024. godine, primjenom *DCF metode*, indikativna fer vrijednost jedne dionice jednaka je **0,00 EUR**.
- Korišten je koncept slobodnog novčanog toka ("FCFF") prema DCF-u za izračunavanje poslovne vrijednosti Društva.
- Vrijednost Društva utvrđena kao ukupna sadašnja vrijednost novčanih tokova u eksplicitnom razdoblju (2024.-2028.) i rezidualnom periodu (terminalna vrijednost).
- Vrijednost po dionici izračunata je na ukupan broj redovnih dionica (5.026.686 dionica, oznake VART).

c) Metoda neto vrijednosti imovine (Net Asset Value ili „NAV”)

- Sukladno provedenoj analizi navedenoj u Elaboratu, vrijednost jedne redovne dionice VARTEKS d.d. na dan 12. travnja 2024. godine, primjenom *NAV metode*,

iznosi u rasponu od rasponom od 0,00 do 0,08 EUR, s procjenom da je indikativna fer vrijednost jednaka **0,00 eur po dionici**.

- S obzirom da je zaprimio procjenu tržišne vrijednosti za većinu imovine Društva, Procjenitelj je ovaj pristup koristio kao prikladan za analizu vrednovanja uz određene prilagodbe.
- Vrijednost po dionici izračunata je na ukupan broj redovnih dionica (5.026.686 dionica, oznake VART).

iii. Izračun vrijednosti dionice korištenjem metoda iz Elaborata

Zaključena fer vrijednost jedne redovne dionice izračunata je kao prosjek između utvrđene vrijednosti na temelju dohodovnog pristupa, utvrđene vrijednosti na temelju tržišnog pristupa i utvrđene vrijednosti na temelju troškovnog pristupa, što je rezultiralo rasponom od 0,05 do 0,09 EUR **uz srednju vrijednost od 0,06 EUR po dionici**.

- iv. Poteškoće koje su se javile pri procjeni fer vrijednosti dionice društva VARTEKS d.d.**
Procjenitelj prilikom izrade Elaborata nije imao značajnijih problema s procjenom vrijednosti dionice Društva.

Ograničenje od odgovornosti

Revizor je pripremio ovaj dokument na temelju poslovnih podataka pripremljenim i iskazanim u Elaboratu i dostavljenim od strane društva Marčinković i partneri d.o.o. Sve ostale informacije koje su dobivene iz javnih izvora smatraju se pouzdanim i Revizor je uložio potreban trud za provjeru njihove preciznosti i točnosti, u koje se Revizor pouzdaje, međutim za njih ne jamči. Sva mišljenja uključuju našu prosudbu temeljenu na dobroj vjeri i s pozicije nezavisnog revizora.

Ovaj dokument se temelji na našem razumijevanju i ispravnom tumačenju zakona i prakse u vrijeme izdavanja.

Ovo Izvješće izrađeno je za potrebe Uprave društva Varteks d.d. za potrebe ispunjavanja obveza prema čl. 341. st. 9. - 11. Zakona o tržištu kapitala (NN 65/2018., 17/2020., 83/2021., 151/2022.). Odgovornost prema trećim osobama u svakom je slučaju isključena.

Mišljenje ovlaštenog revizora

Naš pregled proveden je u skladu s dogovorenim angažmanom, a na način da smo kontrolirali pretpostavke i elemente Elaborata.

- Procjena vrijednosti izvršena je kao ponderirani prosjek *metode tržišne cijene, DCF metode i metode neto vrijednosti imovine (NAV metoda)*, sukladno međunarodnim

standardima za procjenjivanje IVS 105 (International Valuation Standards) - Valuation Approaches and Methods.

- Procjenitelj nije naišao na posebne poteškoće u procesu procjenjivanja.
- Prema Sukladno čl. 341., st., 5. Zakona o tržištu kapitala, svaki dioničar društva koji je glasovao protiv odluke o povlačenju s uvrštenja na uređenom tržištu može zahtijevati od društva da društvo otkupi njegove dionice, uz pravičnu naknadu. Pravičnom naknadom iz čl. 341., st. 5. 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. utvrđuje se elaboratom o procjeni fer vrijednosti dionice, revidiranim od strane neovisnog ovlaštenog revizora.
- Uzevši u obzir korištenu metodologiju i dostupne informacije, prema našoj analizi fer vrijednost jedne dionice društva VARTEKS d.d. na dan 12. travnja 2024. godine iznosi u rasponu 0,05 do 0,09 EUR **uz srednju vrijednost od 0,06 EUR po dionici.**

Dakle, a u skladu s gore navedenim, Revizor je mišljenja da je Elaborat o procjeni fer vrijednosti dionice društva VARTEKS d.d. u svrhu utvrđivanje pravične naknade sukladno čl. 341., st. 5. i 9. Zakona o tržištu kapitala, u svim aspektima izrađen u skladu s odredbama čl. 341., st. 10. Zakona o tržištu kapitala, te da je fer vrijednost jedne redovne dionice, uzimajući u obzir prilike Društva, na dan 12. travnja 2024. godine utvrđena u rasponu od 0,05 do 0,09 EUR, uz srednju vrijednost od 0,06 EUR po dionici.

U Zagrebu, 14. svibnja 2024.

Za Russell Bedford Croatia - Revizija d.o.o.:

dr.sc. Paško Anić-Antić

