



Elaborat o procjeni fer vrijednosti dionice

J&T banka d.d.

13. prosinca 2019.

FIMA-VRJEDNOSNICE d.o.o.

Snježana Mihinjač Horvat

Martina Rončević

Sadržaj

1 Uvod.....	1
1.1 Svrha	1
1.2 Uvjeti angažmana.....	1
1.3 Izvor informacija	1
1.4 Pristup i metodologija.....	1
1.5 Datum vrednovanja	2
1.6 Ograničenje opsega.....	2
1.7 Dodatna ograničenja.....	2
1.8 Distribucija	3
2 Sažetak vrednovanja	4
2.1 Uvod.....	4
2.2 Metodologije procjene vrijednosti i rasponi procjene.....	4
2.3 Korištene metode procjene vrijednosti	4
3 Makroekonomski pregled	6
3.1 Uvod.....	6
3.2 Makroekonomsko okruženje	6
4 Analiza sektora i tržišni položaj Banke	14
4.1 Bankarski sektor	14
4.2 Poslovno okruženje	16
4.3 Komparativne veličine.....	18
5 J&T banka d.d.....	19
5.1 Povijest Banke	19
5.2 Poslovanje banke	19
6 VREDNOVANJE	27
6.1 Uvod	27
6.2 Vrednovanje metodom diskontiranja novčanih sredstava	28
6.3 Metoda procjene vrijednosti neto aktive	35
6.4 Zaključak.....	37
DODATAK A - DCF model	38
DODATAK B – Međunarodni standardi za procjenu vrijednosti	42
DODATAK C - Pravne napomene.....	43
Događaji nakon datuma vrednovanja	44

1 Uvod

1.1 Svrha

Svrha ovog elaborata je prezentacija radnji i metoda poduzetih radi utvrđivanja fer vrijednosti cijene dionice J&T banke d.d., Varaždin (u daljnjem tekstu: Banka), za potrebe provođenja korporativne akcije prijenosa dionica manjinskih dioničara kao što je definirano odredbama čl. 300.f)-300.k) Zakona o trgovačkim društvima.

1.2 Uvjeti angažmana

Elaborat o procjeni fer vrijednosti dionice Banke izrađen je u skladu s Ugovorom sklopljenim između J&T BANKA a.s. i FIMA-VRIJEDNOSNICA d.o.o., dana 14. studenog 2019.

1.3 Izvor informacija

Za svaku informaciju prezentiranu u ovom elaboratu prikazani su i relevantni izvori informacija. Glavni izvori informacija koji su nam bili dostupni su sljedeći:

- Podaci pribavljeni od strane Banke kako bi stekli uvid u način poslovanja i operacije, uključujući procjene potencijala za budući rast, procjene poslovnih planova i budućih rezultata Banke;
- Revidirani financijski izvještaji za 2015., 2016., 2017. i 2018. godinu, kao i nerevidirani financijski izvještaji za 3Q2019. godine;
- Analiza povijesnog financijskog položaja i operativnog rezultata Banke; i,
- Analiza tržišne pozicije i poslovanje Banke u odnosu na konkurentske banke.

Usporedbe radi, obradili smo i prezentirali i određene podatke o poslovanju drugih banaka u Republici Hrvatskoj. Informacije o konkurentskim bankama prikupljene su iz javno dostupnih izvora.

1.4 Pristup i metodologija

Vrednovanje vlasničkog udjela u banci, odnosno dionice banke zahtijeva duboko razumijevanje aktivnosti i poslovanja banke, makroekonomskog okruženja u kojem banka posluje i rizika kojima je banka u poslovanju izložena. Stoga smo napravili detaljan pregled sljedećih parametara:

- Poslovanja Banke u prethodnim godinama;
- Komercijalnog, makroekonomskog i zemljopisnog okruženja u kojem Banka posluje;
- Strategije i poslovnih planova; i
- Financijskog položaja.

Naš pristup se temelji na javno dostupnim informacijama i podacima te informacijama i podacima dobivenim od strane Banke uključujući strategiju i poslovne planove menadžmenta Banke.

Procjenu vrijednosti dionice Banke bazirali smo na dvije različite metodologije: (i) metodi diskontiranih novčanih tokova (tzv. DCF metoda – engl. Discounted Cash Flow) i (ii) metodi procjene vrijednosti neto aktive. Pritom su kao polazište uzeti financijski izvještaji s datumom 30.09.2019. Nadalje, izvršili smo određene prilagodbe vrijednosti prezentiranih u financijskim izvještajima kako bismo iste sveli na njihovu tržišnu vrijednost. Navedeno detaljnije opisujemo kasnije u ovom elaboratu.

1.5 Datum vrednovanja

Datum vrednovanja je 13. prosinca 2019. Iz praktičnih razloga, naša se procjena vrijednosti temelji na poziciji neto imovine Banke na dan 30. rujna 2019., prilagođenoj za značajne promjene nastale u 2019. godini, koje imaju utjecaj na procjenu vrijednosti dionice Banke do Datuma vrednovanja.

1.6 Ograničenje opsega

U ovom smo elaboratu naveli izvore informacija na kojima se temelji procjena i koji su prezentirani u ovom elaboratu. Osim gdje je izričito navedeno, nismo potvrdili vjerodostojnost izvora informacija niti smo tražili da se potvrdi pouzdanost informacija upućivanjem na dokaz neovisno od Banke.

Ovaj elaborat sadrži određene navode, procjene i predviđanja u pogledu budućeg poslovanja Banke i tržišta na kojem Banka posluje. Takvi navodi, procjene i predviđanja reflektiraju pretpostavke postavljene od strane menadžmenta Banke ili FIMA-VRIJEDNOSNICA d.o.o. te se mogu pokazati netočnima. Ovime se ne daje nikakvo jamstvo točnosti ili valjanosti takvih navoda, procjena i predviđanja. Procjene predstavljaju najbolju ocjenu stanja s obzirom na datum i vrijeme izrade, te stoga mogu biti podložne promjenama. Uobičajeno je da stvarnost odstupa od očekivanja, budući da događaji i okolnosti ne nastupaju prema očekivanjima. Ta odstupanja mogu biti materijalno značajna.

Pretpostavlja se da je ovaj Elaborat procjene fer vrijednosti dionice Banke izrađen u vezi s prijenosom dionica manjinskih dioničara. Iz različitih razloga, odnosno na temelju odluke Banke, iznos pravične naknade za isplatu može odstupati od procjene izražene u ovom elaboratu.

1.7 Dodatna ograničenja

Naša je pretpostavka da svi dokumenti koji su nam dostavljeni predstavljaju prave i točne kopije originalnih dokumenata, da su svi potpisi koji se pojavljuju na dokumentima autentični i potpisani od strane ovlaštenih osoba te da niti jedan dokument nije naknadno mijenjan ili poništen.

U izradi ovog elaborata, oslonili smo se na podatke i informacije pribavljene od strane Banke te ne postoji neovisno jamstvo o vjerodostojnosti i potpunosti istih. Ukoliko to nije izriječno

navedeno u ovom elaboratu, nisu napravljene dodatne provjere sa svrhom utvrđivanja istinitosti informacija i podataka dostavljenih od strane Uprave i zaposlenika Banke.

FIMA-VRIJEDNOSNICE nisu obavile neovisnu provjeru podataka sadržanih u financijskim izvještajima, odnosno, nije provedeno dubinsko snimanje u odnosu na financijski i pravni položaj Banke, te stoga ne jamče za točnost i potpunost procjene vrijednosti dionice, ako se za informacije na temelju kojih je izvršena procjena dokaže da su netočne ili nisu u potpunosti u skladu s činjenicama.

1.8 Distribucija

Ovaj elaborat je sačinjen za potrebe prijenosa dionica manjinskih dioničara. U skladu s tim, isti je pripremljen za informaciju dioničarima i menadžmentu Banke te uz njihovo odobrenje trećim stranama radi ispunjenja svrhe iz točke 1.1. istog. Ovaj elaborat nije dozvoljeno citirati, navoditi kao referencu, umnožavati ili reproducirati na drugi način ili pustiti u opticaj, u cijelosti ili djelomično, bez našeg prethodnog pismenog odobrenja.

2 Sažetak vrednovanja

2.1 Uvod

Ova cjelina sažima ključne činjenice koje proizlaze iz našeg rada. Naglašavamo ograničenja obujma našeg rada koja su opisana u točkama 1.6 i 1.7 ovog elaborata.

2.2 Metodologije procjene vrijednosti i rasponi procjene

Procjenu vrijednosti Banke izvršili smo primjenjujući sljedeće metode: metodu diskontiranih budućih gotovinskih tokova ("DCF") i metodu procjene vrijednosti neto aktive.

Metoda diskontiranih budućih gotovinskih tokova uzima za vrijednost poslovanja sadašnju vrijednost svih gotovinskih tokova koji se generiraju za vlasnika, uvećanu za vrijednost imovine koja se ne koristi u poslovanju. Sadašnja vrijednost gotovinskih tokova izračunava se upotrebom diskontne stope od 10,04% godišnje (u ovom slučaju).

Za neovisnu procjenu realne vrijednosti neto aktive koristi se neto imovina s danom zadnjih finansijskih izvješća u skladu s Međunarodnim standardima finansijskog izvješćivanja ("MSFI") kao početna točka procjene. Na tako se utvrđenu neto imovinu potom dodaje ili oduzima tržišna ili fer vrijednost relevantnih stavaka bilance koje već nisu na taj način prikazane u bilanci društva.

Na osnovi DCF modela i neovisne procjene realne vrijednosti neto aktive, dobivene su sljedeće vrijednosti po dionici:

Tablica 1: Sažetak vrednovanja

	Vrijednost	Ponder	Ponderirana vrijednost
Metoda diskontiranih novčanih tokova	2,97	70%	2,08
Metoda procjene vrijednosti neto aktive	4,09	30%	1,23
Procijenjena fer vrijednost dionice (HRK)			3,31

Napomena: U elaboratu je vrijednost dionice prema svakom od korištenih modela radi preglednosti zaokružena na dvije decimalne, dok je za potrebe izračuna tih vrijednosti korišteno više decimala.

2.3 Korištene metode procjene vrijednosti

Metoda diskontiranih budućih novčanih tokova uzima u obzir sposobnost Banke da generira novčane viškove iz budućeg poslovanja te uzima u obzir fer vrijednost očekivanih budućih gotovinskih tokova na dan procjene.

S druge strane, metoda realne vrijednosti neto aktive uzima u obzir vrijednost neto aktive Banke na dan procjene, bez uzimanja u obzir same sposobnosti Banke da ostvaruje dobit u budućnosti.

DCF metoda rezultira nešto nižom procjenom vrijednosti te je bliža pravoj vrijednosti Banke za manjinske dioničare. Stoga smo DCF metodu koristili kao dominantnu metodu procjene vrijednosti koja će služiti kao osnovica za određivanje fer vrijednosti dionice Banke radi čega je prilikom utvrđivanja fer vrijednosti dionice predmetnoj metodi dan veći značaj, odnosno dodijeljen ponder od 70%.

3 Makroekonomski pregled

3.1 Uvod

Prilikom razmatranja i procjene budućeg poslovanja Banke, nužno je uzeti u obzir makroekonomsko okruženje i uvjete u kojima Banka posluje. Sposobnost Banke da ostvari dugoročni rast bit će direktno određena rastom ekonomije u kojoj Banka posluje (u ovom slučaju hrvatske ekonomije). S obzirom da je J&T banka d.d. dominantno korporativna banka te je strategijom definirano da će takva i ostati, utjecaj cjelokupnog makroekonomskog okruženja je tim veći.

3.2 Makroekonomsko okruženje

3.2.1 Gospodarska kretanja 2018/2019

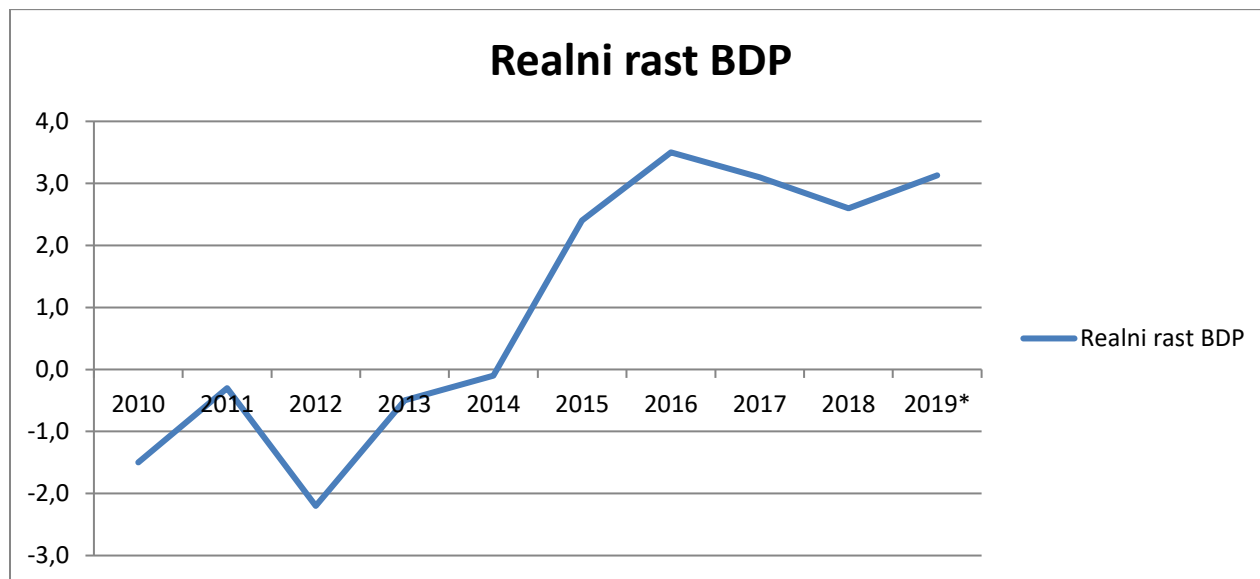
Trajni gospodarski rast postaje glavni izazov za Hrvatsku. Iako iznad prosjeka EU-a, gospodarski je rast umjeren i postupno se približava stopi potencijalnog rasta koja se vrlo sporo povećava. Nakon dinamičnog rasta ostvarenog u drugoj polovici 2017. globalni se gospodarski rast počeo usporavati tijekom 2018. Slabljenje rasta sve je više dolazilo do izražaja tijekom tekuće godine kako je rasla neizvjesnost na globalnoj razini zbog intenziviranja trgovinskih napetosti i političkog rizika.

Rast gospodarske aktivnosti se u prvom tromjesečju 2019. intenzivirao u odnosu na posljednja tri mjeseca 2018., kada je tekuća aktivnost samo blago porasla. Osobna potrošnja je i dalje visoka jer kućanstva zbog stalnog rasta zaposlenosti i plaća ostvaruju veći raspoloživi dohodak dok su porezi na potrošnju smanjeni. Javna su ulaganja i dalje niska, što usporava ukupnu investicijsku aktivnost, ali bi se mogla povećati s obzirom na približavanje kraju programskog razdoblja za povlačenje sredstava iz EU.

Povoljni gospodarski izgledi mogli bi se iskoristiti za ubrzanje strukturnih reformi, što bi potaknulo potencijalni rast. Reforme bi trebale biti usmjerene na očuvanje pozitivnih kretanja na tržištu rada i stvaranje poslovnog okruženja koje pogoduje ulaganjima i većem rastu produktivnosti. Za jačanje potencijala rasta gospodarstva nužna su ulaganja u prometnu, energetska i okolišnu infrastrukturu te u stjecanje vještina, istraživanje i inovacije. Nastavljen je rast izvoza dobara i usluga s već rekordnih razina, ali uz znakove usporavanja i izraženiji rast uvoza.

Na osnovi povoljnih očekivanja za rast investicijske aktivnosti javnog ali i privatnog sektora te potrošnje kućanstava, stopa rasta BDP-a mogla bi prema procjenama HNB-a u 2019. iznositi 3,1%, dok je na kraju 2018. iznosila 2,6%.

Slika 1: Realni rast BDP u Hrvatskoj u %



Izvor: HNB

Tablica 2: Prosječni realan rast BDP s usporedivim zemljama EU 2003 – 2018:

	Češka	Mađarska	Poljska	Slovačka	Slovenija	Bugarska	Rumunjska	Hrvatska
Prosječan rast realnog BDP usporedno sa zemljama EU	2,9	2,1	4,0	4,0	2,2	3,4	4,0	1,6

Izvor: HNB

Kao što je vidljivo iz Tablice 2. Hrvatska bilježi najnižu stopu rasta među usporedivim zemljama Europske Unije.

Povećana globalna neizvjesnost i kolebljivost na financijskim tržištima ne pogoduju ni gospodarstvima zemalja u razvoju, kao ni zemljama s tržištima u nastajanju.

Osnovni pokretač rasta ostaje osobna potrošnja. Privatne investicije i dalje imaju relativno povoljne uvjete financiranja, ali se sporije oporavljaju. Sporijem oporavku investicija dijelom je razlog i kriza u koncernu Agrokor koja se odvijala tijekom 2017. i dijelom u 2018. godini.

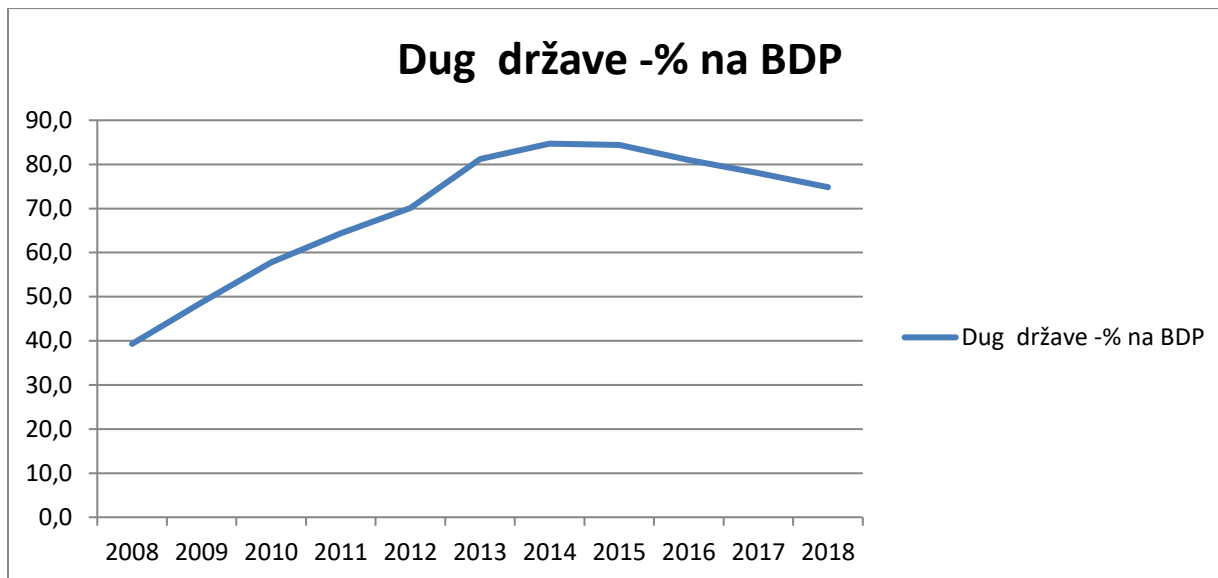
Omjer javnog duga i BDP-a

Tijekom dugotrajne recesije dug opće države više se nego udvostručio zbog deficita i troškova poduzeća u državnom vlasništvu. Omjer duga i BDP-a u padu je od 2015. (84,4%) i otad je smanjen za gotovo 10 postotnih bodova te je u 2018. iznosio 74,8%. Njegovo je smanjenje potaknuto gospodarskim rastom, ali i kontrolom rashoda. Ipak nema naznaka da je Hrvatska, unatoč postojećoj osjetljivosti na promjene tečaja, u kratkoročnom razdoblju izložena rizicima „fiskalnog stresa” i smanjenje rizika države rezultira smanjenim troškovima servisiranja duga. No, rizici održivosti veći su u dugoročnoj perspektivi i to zbog učinka starenja stanovništva. Unatoč

nominalnom rastu duga, njegov udio u bruto domaćem proizvodu (BDP) već duže vrijeme pada jer gospodarstvo raste brže nego dug.

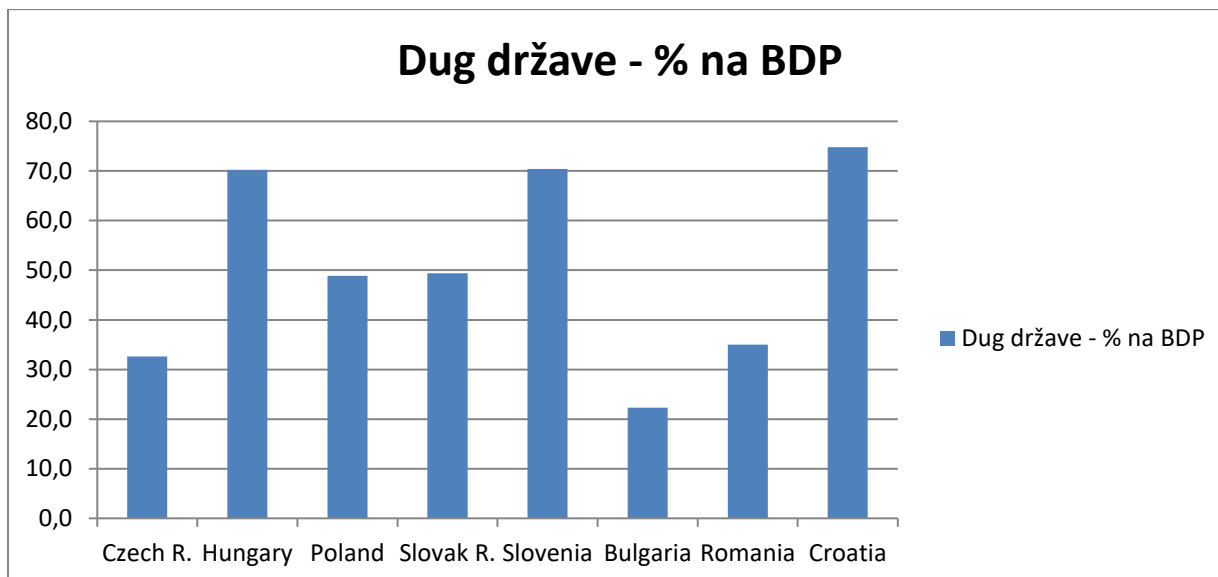
Osim utjecaja koji javni dug ima na Banku u smislu makroekonomskog okruženja, direktan utjecaj dolazi i kroz dužničke vrijednosne papire koje Banka drži u portfelju.

Slika 2: Dug države - % udio u BDP



Izvor: HNB

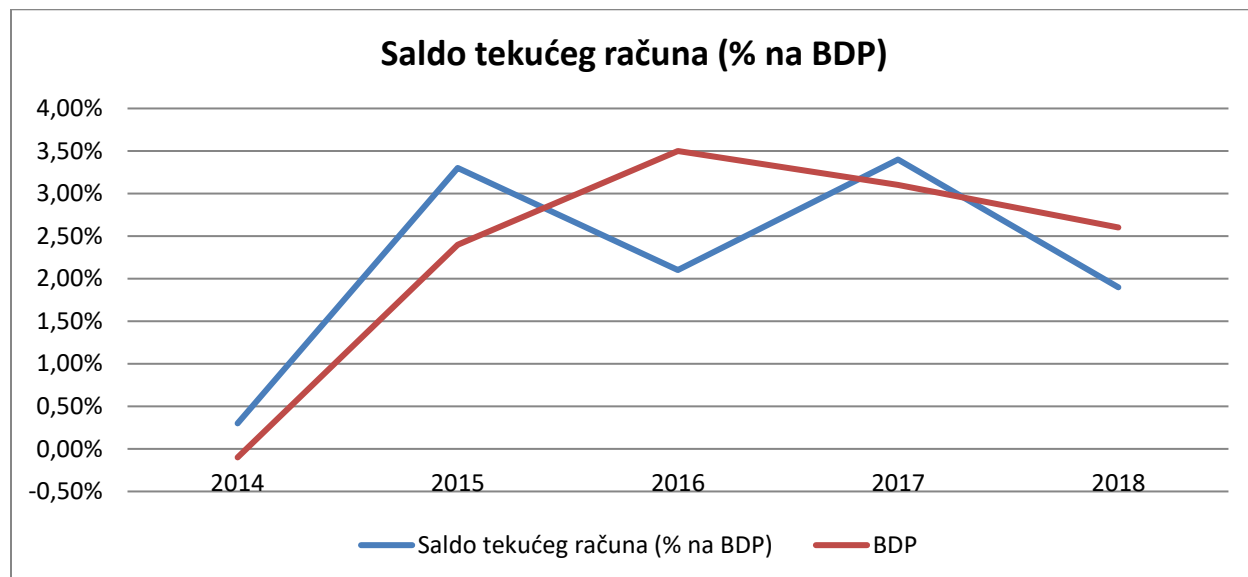
Slika 3: Dug države s usporednim zemljama EU - % na BDP (2018)



Izvor: HNB

U razmjeni roba raste deficit, u razmjeni usluga suficit.

Slika 4: Saldo tekućeg računa - % na BDP



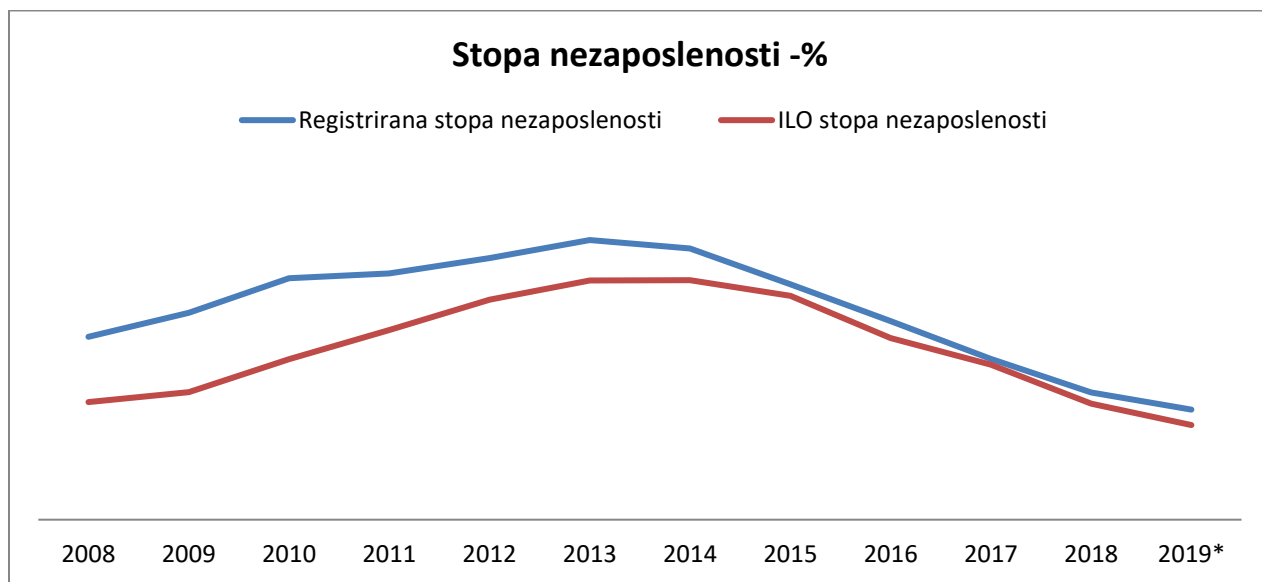
Izvor: HNB

Tržište rada

Nastavlja se oporavak hrvatskog tržišta rada zahvaljujući ekonomskom oporavku. Od 2015. bilježi se i kontinuirani rast zaposlenosti. U istom se razdoblju brzo smanjivala i stopa nezaposlenosti zbog otvaranja novih radnih mjesta, iseljavanja i starenja stanovništva. Nakon što je u 2017. iznosila 11,2%, stopa nezaposlenosti smanjila se na 8,5% u prva tri tromjesečja 2018. te se predviđa da će se u 2019. smanjiti na 7,6%.

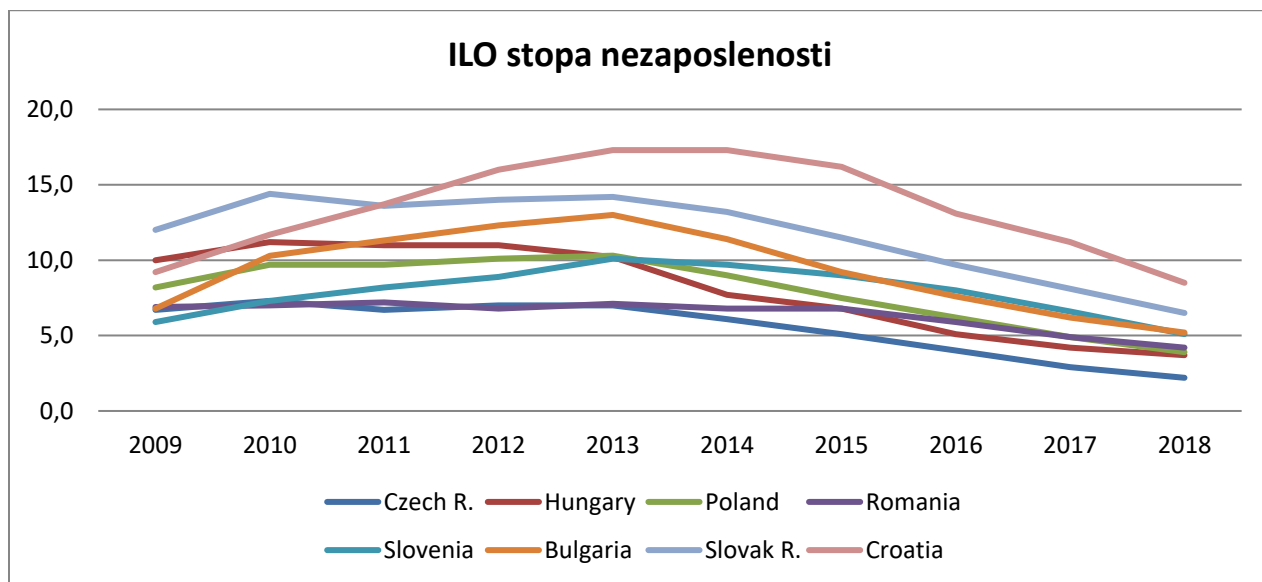
Međutim, stopa aktivnosti osoba u dobi od 20 do 64 godine i dalje je niska (71,2% u 2017. u usporedbi sa 78,0% za EU). Rast zaposlenosti usporio se u trećem tromjesečju 2019. Pritom je broj zaposlenih najviše rastao u djelatnostima građevinarstva, prijevoza i skladištenja te informacija i komunikacija. S druge strane, u industriji se broj zaposlenih smanjio drugo tromjesečje zaredom. Pad nezaposlenosti nastavio se u trećem tromjesečju 2019., nakon stagnacije u prethodna tri mjeseca. Do pada broja nezaposlenih došlo je zbog pojačanog zapošljavanja, ali i brisanja iz evidencije HZZ-a. Pad nezaposlenosti utjecao je na smanjenje administrativne stope nezaposlenosti s 8% koliko je iznosila u drugom tromjesečju na 7,8%.

Slika 5: Stopa nezaposlenosti



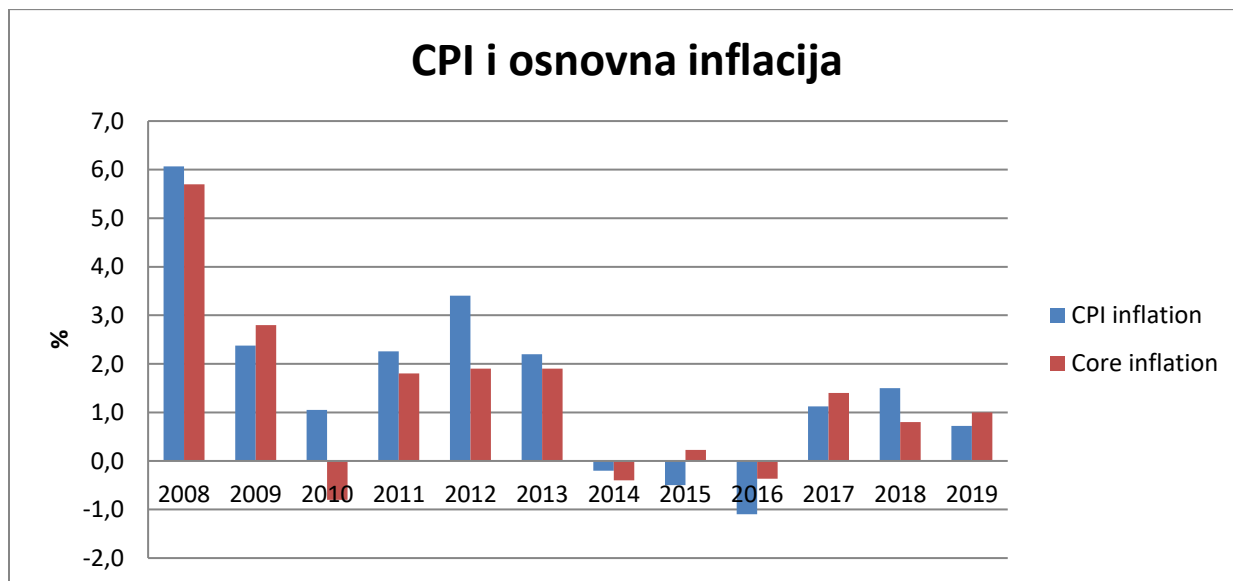
Izvor: HNB

Slika 6: ILO stopa nezaposlenosti u odnosu na usporedive zemlje EU



Inflacija prosječnih godišnjih potrošačkih cijena mogla bi se usporiti na 0,7% u 2019 s 1,5% u 2018. godini, kao rezultat pada očekivane stope rasta cijena energenata i hrane.

Slika 7: Kretanja CPI i stopa osnovne inflacije



Izvor: HNB

Glavni sektori i industrija u RH

Poljoprivredni sektor predstavlja samo 3% BDP-a zemlje i zapošljava 7,3% radne snage (Svjetska banka). Hrvatska ima 1,3 milijuna hektara poljoprivrednog zemljišta i gotovo 2,2 milijuna hektara šuma. Spomenuta površina dovoljna je za proizvodnju pšenice, kukuruza, šećerne repe, voća, vina i maslinovog ulja, međutim, uvoz poljoprivrednih proizvoda je u porastu posljednjih godina. Veličina farmi je u prosjeku mala (u većini slučajeva manja od 3 hektara).

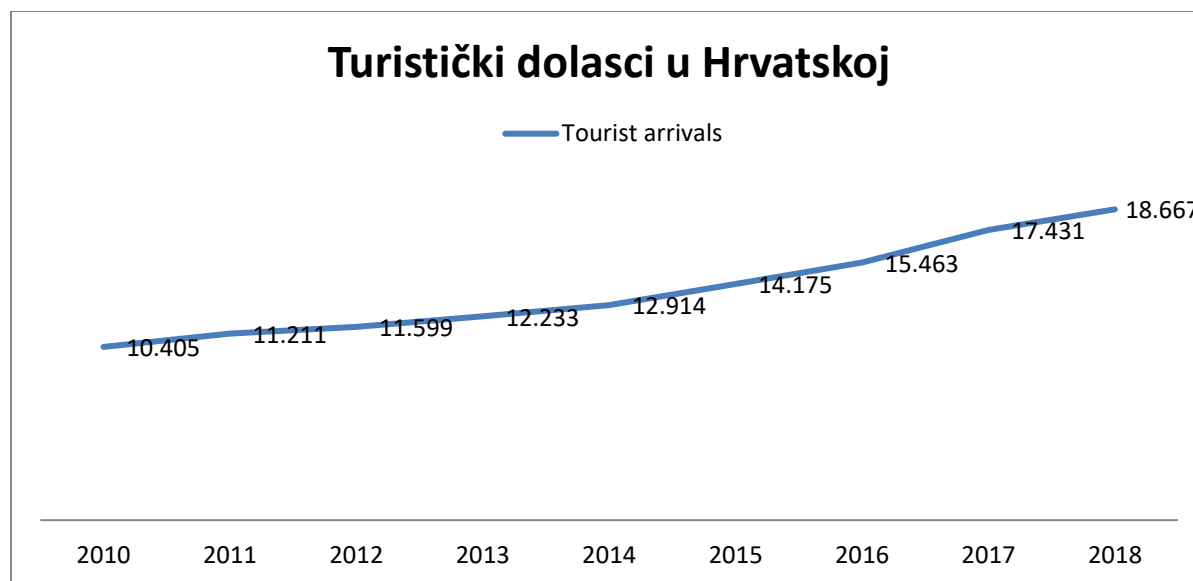
Sekundarni sektor doprinosi 21,6% BDP-a i zapošljava 26,8% aktivnog stanovništva. Hrvatska industrija koncentrirana je u konkurentnim djelatnostima: tekstilna, drvna, čelična, aluminijska i prehrambena industrija. S više od trećine teritorija prekrivenog šumama, drvna industrija jedan je od temeljnih sektora gospodarstva.

Uslužni sektor predstavlja 58,5% BDP-a zemlje, zapošljavajući 65,8% radne snage. Osobito je turistički sektor u punom procvatu: u 2017. godini ostvario je procijenjenih 10,9% BDP-a (WTTTC), dok je u prvih devet mjeseci 2018. Hrvatsku posjetilo oko 18 milijuna turista, što je rekordna brojka. Turistički bum u narednim godinama trebao bi biti ojačan razvojem dodatne moderne infrastrukture za primanje stranih posjetitelja.

Hrvatska je u 2018. godini zabilježila najbolji turistički izvozni rezultat od osamostaljenja, dostigavši 10,1 milijardu eura deviznih prihoda (19,6% BDP-a), odnosno 16,6 milijuna dolazaka stranih gostiju koji su u zemlji proveli 83,1 milijun noćenja. Nakon globalne financijske krize, koja je imala samo kratkoročni negativni utjecaj na turistički promet i potrošnju stranih turista u Hrvatskoj, u razdoblju od 2010. do 2018. turistički prihodi u prosjeku su rasli za 6,2%, a prihodi stranih turista 7,9% godišnje. Dinamika rasta prihoda i rasta dolazaka stranih turista bila je najjača u razdoblju od 2015. do 2017., s trendom usporenja u 2018.g..

Tijekom posljednjih godina primijećene su promjene u geografskoj strukturi stranih gostiju koji posjećuju Hrvatsku. S jedne strane, smanjuje se udio gostiju s tradicionalnih izlaznih tržišta, posebice Italije, Slovenije i Češke, čiji dolasci rastu sporije od prosjeka. Istodobno raste udio dolazaka gostiju iz zemalja izvan Europske unije kojima Hrvatska nije primarno turističko tržište, poput Koreje, SAD-a i Kine. To se djelomično suprotstavilo visokoj sezonalnosti hrvatskog turizma i produljilo turističku sezonu. Hrvatska nije izuzetak u posljednjim trendovima u turizmu. Nakon nekoliko godina ubrzanog rasta, u 2018. godini je većina europskih mediteranskih zemalja zabilježila neočekivano slabe turističke rezultate, posebno Španjolska i Italija.

Slika 8: Turistički dolasci u Hrvatskoj - dolasci



Izvor: DZS

3.2.2 Političko okruženje

Koalicijska vlada predvođena desnim centrom na vlasti je od listopada 2016. na čelu s premijerom Plenkovićem. Sljedeći opći izbori zakazani su za jesen 2020., dok predsjednički izbori završavaju 2019.

Glavni ciljevi vlade su sveobuhvatna porezna reforma za olakšavanje uvjeta poslovanja poduzetnicima i investitorima, jačanje konkurentnosti hrvatskog gospodarstva s projiciranim gospodarskim rastom od 2,5% u 2019. godini, jačanje održivosti javnih financija i reforma obrazovnog sustava.

EU je namijenila oko milijardu eura godišnje za Hrvatsku iz okvira strukturnih i kohezijskih fondova EU-a za razdoblje od 2014.-2020.g. Korištenje strukturnih i investicijskih fondova EU i dalje je niskog intenziteta ali s trendom rasta. Do sad je najznačajnija primjena sredstava ono za financiranje izgradnje Pelješkog mosta za povezivanje Dubrovnika s ostatkom Hrvatske. Kreditni rejting za Hrvatsku se povećava, a pozitivno je i poslovno okruženje.

Pristupanje Hrvatske schengenskom području svakako treba izdvojiti od budućih očekivanih političkih događaja a isto će povećati percepciju sigurnosti i pojednostaviti putovanja u Hrvatsku i iz nje, što je sigurno važno za turistički sektor.

Strateški cilj Vlade je da Hrvatska postane članica u euro zone, a cilj je ulazak u europski tečajni mehanizam (ERM-2) 2020. godine. Nadalje, usvajanje zajedničke valute Europske monetarne unije također će imati pozitivan utjecaj na turizam i stabilnost financijskog sektora.

3.2.3 Makroekonomska predviđanja

Tablica u nastavku daje pregled važnih makroekonomskih pokazatelja s prognozama za 2019.-2021.g.

Tablica 3: Predviđanja BDP i stope inflacije

	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
BDP	-0,1	2,4	3,5	2,9	2,6	3,1	2,7	1,8
Inflacija (u %)	-0,2	-0,5	-1,1	1,1	1,5	0,7	1,1	1,8

Izvor: HNB

Gornja predviđanja korištena su u našem DCF modelu. Predviđena stopa inflacije ugrađuje se u procjene troškova zaposlenika i ostale troškove. Također, inflacija ima utjecaja pri određivanju realne kamatne stope, odnosno utječe na tražene nominalne prinose na pojedine razrede imovine. Predviđena stopa PDV-a odražava rast gospodarstva s čime se snažno povezuje poslovanje Banke. Također, s gledišta omjera državnog duga u BDP-u, koji ima višedimenzionalne učinke na poslovanje banaka, stopa rasta BDP-a izuzetno je važna.

4 Analiza sektora i tržišni položaj Banke

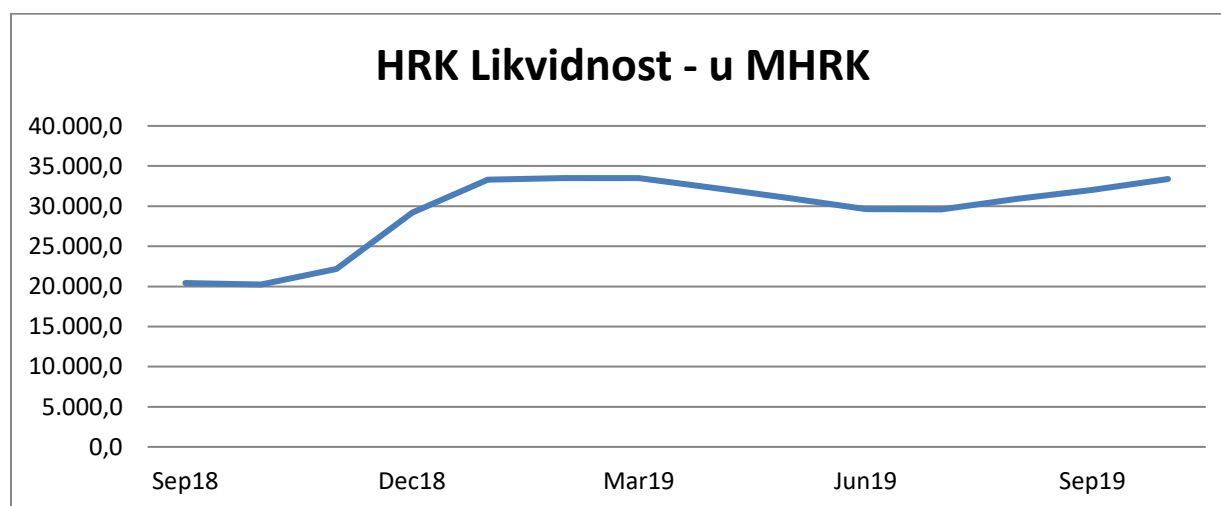
4.1 Bankarski sektor

Uz opća makroekonomska kretanja koja su utjecala na poslovanje banaka, posebno treba napomenuti da su strukturne operacije HNB-a utjecale na likvidnost banaka u domaćoj valuti, ali posljedično i na rast gospodarstva.

U prvoj polovici 2019. HNB je nastavio podržavati visoku likvidnost monetarnog sustava i održavati relativno stabilan tečaj kune/eura. Višak kunske likvidnosti u sustavu ostao je na vrlo visokoj razini, a krajem svibnja 2019. dosegao je 30,3 mlrd. kuna (Slika 9). Posljedica visoke likvidnosti bio je vrlo skroman promet na domaćem prekonoćnom međubankarskom tržištu.

Provodeći ekspanzijsku monetarnu politiku, HNB je nastavila podržavati izuzetno visoke razine likvidnosti monetarnog sustava istodobno održavajući stabilan tečaj kune prema euru. U takvim uvjetima banke nisu imale interes za kratkoročna kunska sredstva ponuđena na redovitim tjednim obrnutim repo aukcijama. Visoka likvidnost također je nastavila podržavati trend pada kamatnih stopa na kredite domaćih kreditnih institucija prisutnih duži niz godina, što je uz rast zaposlenosti i gospodarske aktivnosti dovelo i do povećanja kreditiranja domaćeg sektora. U prvih pet mjeseci 2019. godine, godišnji rast plasmana nefinancijskim korporacijama usporavao se, dok su se plasmani kućanstava ubrzavali, uglavnom potaknuti rastom općih namjenskih gotovinskih kredita. Kako bi umanjila rizike povezane s davanjem zajmova opće namjene, HNB je u veljači donijela Preporuku o akcijama u odobravanju nenamjenskih potrošačkih zajmova, preporučujući kreditnim institucijama da budu oprezne pri odobravanju novih zajmova opće namjene, posebno zajmova duže ročnosti i poticanje potrošača na oprez pri zaduživanju.

Slika 9: Likvidnost u bankarskom sektoru u MHRK



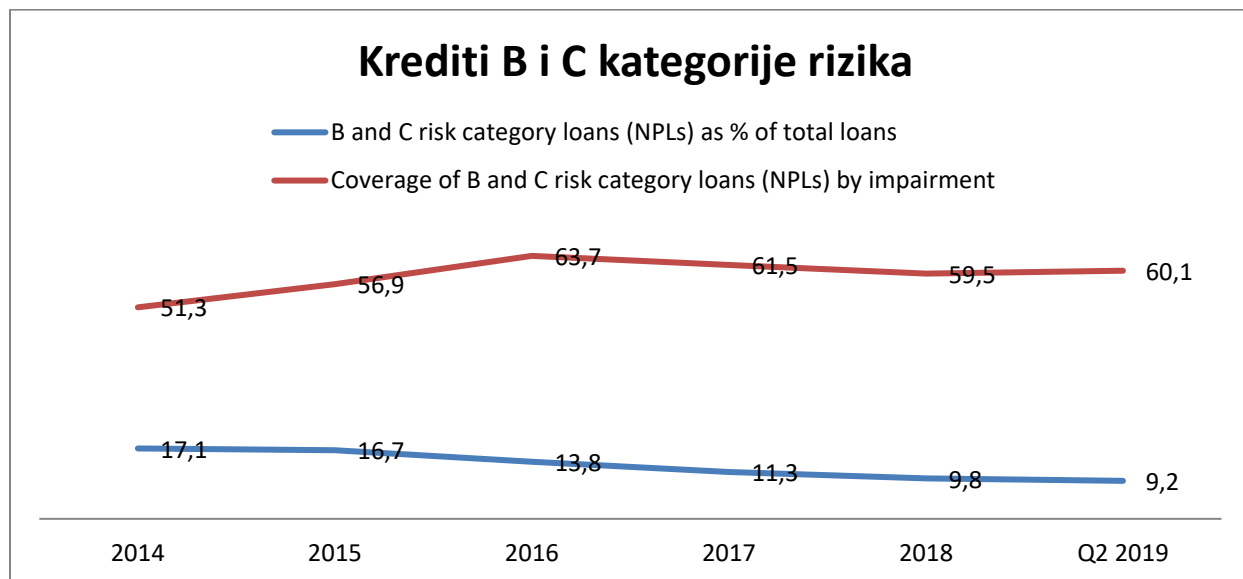
Izvor: HNB

Završilo je šestogodišnje razdoblje smanjenja i stagnacije imovine te se imovina banaka znatno povećala u 2018. godini (17,3 mlrd. kuna ili 4,4%) i dosegla rekordno visoke razine.

U 2018. godini poboljšala se kvaliteta kredita, pri čemu je prodaja potraživanja igrala ključnu ulogu, kao i prethodne godine. Udio nekvalitetnih kredita smanjio se ispod 10%, smanjujući se sa 11,3% na 9,88%. U drugom kvartalu 2019.g. nastavio se pad NPL kredita na razinu od 9,2%.

Pad pokrivenosti nekvalitetnih kredita umanjnjem nastavljen je drugu godinu zaredom. Taj je pokazatelj pao na 59,5% zbog prodaje potraživanja s natprosječnim pokrićem i priljeva novih nekvalitetnih zajmova obilježenih još uvijek niskom razinom umanjjenja.

Slika 10: Udio NPL kredita u ukupnom bankarskom sektoru

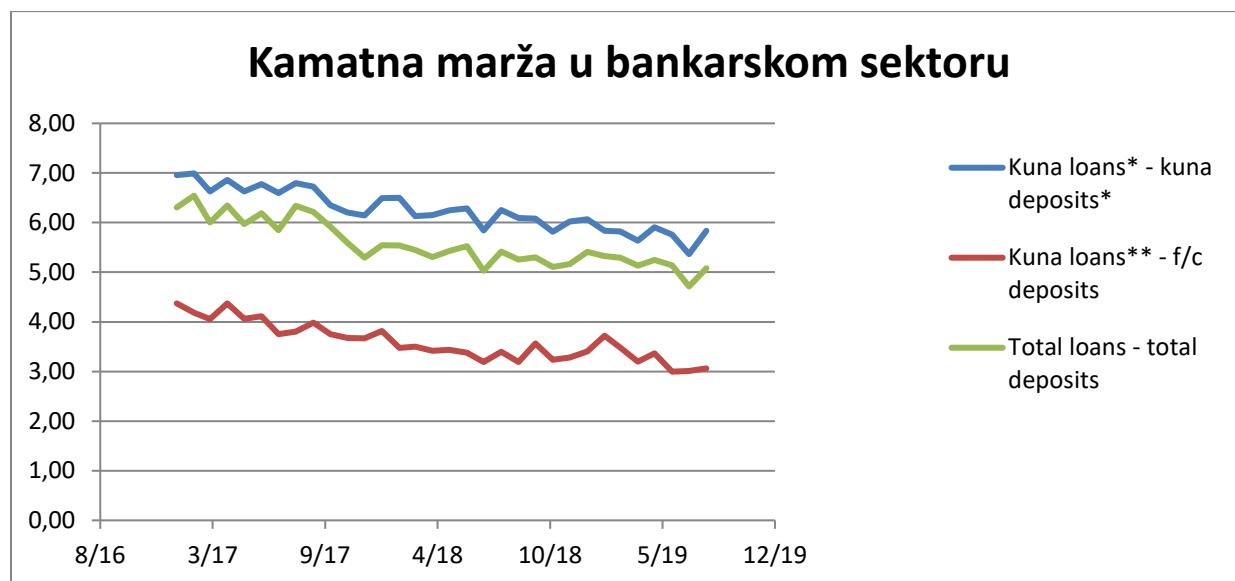


Izvor: HNB

Nakon što su se u 2017. godini opteretili troškovima povezanim s kreditnim rizikom koncerna Agrokor, profit banaka se oporavljao. U 2018. godini dobit se povećala za gotovo 50% zbog oštrog pada troškova umanjjenja vrijednosti i rezerviranja. Pored nižih dodatnih troškova umanjjenja vrijednosti Grupe Agrokor u 2018. godini u odnosu na 2017. godinu, profit banaka dodatno je stimuliran prihodima od prodaje potraživanja (na temelju ukidanja umanjjenja vrijednosti i rezerviranja).

Kamatna marža kao razlika između kamata na kredite i kamata na depozite, značajno pada na razini cijelog bankarskog sektora. (Slika 11)

Slika 11: Kamatna marža u bankarskom sektoru



* Bez valutne klauzule

** S valutnom klauzulom

Izvor: HNB

4.2 Poslovno okruženje

Proces konsolidacije bankarskog sustava ubrzao se u 2018.g. Broj kreditnih institucija smanjio se za 5, na 25, kao rezultat tri spajanja i dva izlaska iz sustava (stečaj i likvidacijski postupak). Najznačajniji faktor bilo je spajanje Splitske banke i OTP banke Hrvatska u prosincu 2018., što je usporilo stopu rasta bankarske imovine i utjecalo na rezultate poslovanja za 2018. i omjer adekvatnosti kapitala. No, kako ti učinci nisu bili značajni, svi su ključni pokazatelji nastavili potvrđivati stabilnost i sigurnost poslovanja bankarskog sustava.

U sustavu su i dalje dominirale banke u stranom vlasništvu. Broj banaka u stranom vlasništvu izrazito je pao, s 15 na 11, ali njihov je udio u ukupnoj aktivni banaka povećan, iako vrlo blagim trendom, i iznosio je 90,2%. (Tablica 4). Banke u talijanskom vlasništvu činile su gotovo polovinu ukupne aktive banaka (48,9%). Slijedile su banke u austrijskom vlasništvu s udjelom od 29,9%. Udio imovine banaka u domaćem vlasništvu blago se smanjio.

Tablica 4: Struktura vlasništva banaka i njihov udio u ukupnoj aktivi banaka na kraju perioda

	Prosinac 2016.		Prosinac 2017.		Lipanj 2018.	
	Broj banaka	Udio	Broj banaka	Udio	Broj banka	Udio
Domaće vlasništvo	11	10,3	10	9,9	10	9,9
Domaće privatno vlasništvo	8	4,0	7	3,7	7	3,6
Domaće državno vlasništvo	3	6,3	3	6,1	3	6,3
Strano vlasništvo	15	89,7	15	90,1	13	90,1
Ukupno	26	100,0	25	100,0	23	100,0

Izvor: HNB

Razina koncentracije u hrvatskom bankarskom sektoru je vrlo visoka, budući da 4 najveće banke drže tržišni udio od 73,3% u drugom kvartalu 2019. (Tablica 5)

Tablica 5: Koncentracijski indeks – udio 2/4 banke u ukupnoj aktivi banaka

	Dvije najveće banke	Četiri najveće banke
2017	45,5	68,1
2018	48,0	73,4
Q2 2019	47,7	73,3

Izvor: HNB

Kreditni u kunama i krediti odobreni po fiksnim kamatama rastu. Kunske zajmovi stanovništvu premašili su polovinu ukupnih zajmova što nije u fokusu J&T banke. Izloženost banaka kreditnom riziku izazvanom valutom i kamatnim stopama se smanjuje.

Izazovi za Banku predstavljeni su u području povećanih regulatornih zahtjeva i s tim povezanih troškova, zbog čega ekonomija razmjera postaje važna.

Niske kamate stvaraju dodatni pritisak na neto kamatni prihod.

Disruptivne tehnologije i pojava novih poslovnih modela prijetnja su Banci u srednjoročnom i dugoročnom razdoblju.

4.3 Komparativne veličine

J&T banka d.d. drži 19. poziciju s imovinom i tržišnim udjelom od 0,26% (mjereno prema veličini aktive) od 20 banaka u Republici Hrvatskoj. Opće je poznato da veće banke mogu bolje iskoristiti ekonomiju razmjera i tržišnu poziciju.

Tablica 6: Popis banaka prema veličini aktive na 30.09.2019.

Redni broj	Naziv institucije	Ukupna aktiva	Udio u ukupnoj aktivi %	Temeljni kapital tier 1 kapital udio, %
Ukupno (sve banke)		411.908.612	98,65	21,91
1	Zagrebačka banka d.d.	114.396.398	27,40	26,02
2	Privredna banka Zagreb d.d.	82.147.063	19,67	24,25
3	Erste&Steiermärkische Bank d.d.	64.242.228	15,39	19,32
4	OTP banka Hrvatska d.d.	41.259.159	9,88	20,92
5	Raiffeisenbank Austria d.d.	33.107.369	7,93	18,50
6	Hrvatska poštanska banka d.d.	23.209.499	5,56	19,20
7	Addiko Bank d.d.	18.207.837	4,36	21,70
8	Sberbank d.d.	9.916.502	2,37	17,15
9	Agram banka d.d.	3.678.453	0,88	14,23
10	Istarska kreditna banka Umag d.d.	3.499.706	0,84	16,79
11	Podravska banka d.d.	3.453.242	0,83	16,16
12	KentBank d.d.	2.379.580	0,57	15,83
13	Karlovačka banka d.d.	2.322.467	0,56	13,91
14	Croatia banka d.d.	2.076.325	0,50	13,61
15	Partner banka d.d.	2.029.983	0,49	15,33
16	Imex banka d.d.	1.611.702	0,39	12,02
17	Slatinska banka d.d.	1.492.291	0,36	17,98
18	Banka Kovanica d.d.	1.307.047	0,31	13,70
19	J&T banka d.d.	1.073.403	0,26	17,96
20	Samoborska banka d.d.	498.359	0,12	22,24

Izvor: HNB

Tablica 6. sadrži podatke temeljene na nerevidiranim poslovnim rezultatima banaka na dan 30.09.2019.

5 J&T banka d.d.

5.1 Povijest Banke

J&T banka d.d. je osnovana kao Brodsko Posavska Banka d.d. 1994. godine. Banka je 27. prosinca 2004. godine promijenila naziv u VABA d.d. banka Varaždin i sjedište iz Slavenskog Broda preselila u Varaždin. Navedena promjena je povezana s promjenom vlasničke strukture Banke pri čemu je većinski vlasnik Banke postalo Validus d.d. iz Varaždina uz suglasnost HNB-a, pod uvjetom da se osigura poslovanje Banke u skladu sa zakonom.

U periodu od 2006. godine do danas u nekoliko je navrata provedeno povećanje temeljnog kapitala, posljedica čega je bila i promjena vlasničke strukture Banke. Kroz posljednji val dokapitalizacije, počevši od 2014. godine na dalje kontrolu nad bankom preuzima J&T BANKA a.s. sa sjedištem u Pragu.

Češka J&T BANKA a.s. je u lipnju 2014. dokapitalizirala banku sa HRK 75 milijuna te povećala kapital Banke na HRK 128,6 milijuna. Tijekom 2015. godine J&T BANKA a.s. je dodatno investirao u bančin kapital te je temeljni kapital povećan na HRK 231,1 milijun. Tijekom 2016. provedeno je još jedno povećanje temeljnog kapitala Banke i to uplatom iznosa od 76 milijuna kuna od strane većinskog dioničara Banke - J&T BANKE a.s, tako da novi temeljni kapital iznosi 307,1 milijun kuna, a J&T BANKA a.s. drži ukupno 25.350.000 dionica oznake BPBA-R-B, odnosno udio u dioničkom kapitalu od 82,55%.

Ime Banke je 1. siječnja 2017. godine promijenjeno u J&T banka d.d.

5.2 Poslovanje banke

5.2.1 Strategija

J&T banka d.d. pruža kompletan spektar bankarskih i drugih financijskih usluga sukladno Zakonu o kreditnim institucijama. Do 2016. godine Banka je prvenstveno bila usmjerena na male i srednje tvrtke, lokalne samouprave i maloprodajno bankarstvo. Tijekom 2016. i 2017. godine prema novoj strategiji Banka je usredotočena na korporativne klijente, cijelo područje Republike Hrvatske i planira izdvojiti dio poslovanja stranim klijentima.

Ključne funkcije Banke uključuju:

1. Privatne bankarske usluge - uključujući proizvode s depozitima
2. Korporativne bankarske usluge
3. Financiranje projekata - procjena rizika, strukturiranje transakcije, restrukturiranje, refinanciranje i specijalizirano financiranje. Pružanje dugoročnog i kratkoročnog financiranja, strukturirano financiranje.
4. Usluge korporativnog financiranja (financiranje projekata, vrednovanje, restrukturiranje).

5. Pružanje zajmova - krediti uglavnom korporativnim klijentima, financijskim institucijama i javnim institucijama.

6. Trgovanje na financijskim tržištima - trgovanje i ulaganje u financijska tržišta za svoj račun.

Banka je napustila strategiju razvoja poslovanja sa stanovništvom te je strategiju usmjerila na korporativne klijente s područja cijele Republike Hrvatske te dio svog poslovanja alocirala na inozemne klijente.

Fokus poslovanja je korporativni segment tržišta, primarno financiranje nekretninskih poslova, projektno financiranje, financiranje iz domene investicijskog bankarstva, financiranje obnovljivih izvora energije te financiranje restrukturiranja klijenata, kao i financiranje ostalih aktivnosti u kojima J&T grupacija ima dosadašnjeg iskustva, bilo na razini isključivo J&T banke d.d., ili J&T Finance Group u cijelosti. Ciljana razina financiranja je minimalno 1 milijun EUR na razini klijenta/grupe. Temelj poslovanja je individualni pristup klijentima i kreiranje bankarskih proizvoda sukladno njihovim potrebama, uz adekvatno upravljanje rizicima koji su vezani uz određene segmente financiranja.

Zbog značajnih ostvarenih gubitaka, od 2014. godine vlasnik je u nekoliko navrata dokapitalizirao Banku s ciljem održavanja stope adekvatnosti kapitala barem na minimalnoj razini koju zahtijeva HNB. Stopa adekvatnosti osnovnog kapitala Banke na dan 31. prosinca 2018. godine iznosila je 17,11% iako je stopa adekvatnosti kapitala Banke na dan 31. prosinca 2018. godine iznad minimalno propisane od strane HNB-a, potencijalni budući gubici bez adekvatne potpore u vidu dodatnog kapitala mogu ugroziti kapitalnu osnovu.

Procjena neograničenosti poslovanja Banke temelji se i na očekivanoj kontinuiranoj potpori većinskog vlasnika u obliku daljnjih dokapitalizacija ili podređenih zajmova koji se mogu koristiti za jačanje kapitalne osnovice.

5.2.2 Struktura bilance

Dana 31.12.2018. ukupna imovina Banke iznosila je 1.080 MHRK (1.276 MHRK na dan 31.12.2017.). Bruto zajmovi i predujmovi iznose 504 milijuna kuna (644 milijuna kuna na dan 31.12.2017.)

Tablica 7: Struktura bilance na 31.12.2018.

2018		
u 000 HRK		
Aktiva		
		%
Gotovina	12.363	1%
Obvezna rezerva	65.288	6%
Interbank	206.924	19%
Vrijednosni papiri	244.690	23%
Zajmovi i predujmovi	504.495	47%
Ostala imovina	46.762	4%
Ukupna Aktiva	1.080.522	100%
Pasiva		
Depoziti	863.848	81%
Banke	9.910	1%
Hibridi	46.601	4%
Ostale obveze	11.081	1%
Kapital	134.090	13%
Ukupne Obveze i Kapital	1.065.530	100%

Izvor: FIMA-VRIJEDNOSNICE d.o.o., J&T banka d.d.

Najznačajniji udio u strukturi financiranja Banke imaju oročeni depoziti te iznose HRK 766,5 milijuna na 31.12.2018. godine i čine 70,9% ukupnih izvora sredstava, dok kapital Banke na dan 31.12.2018. iznosi HRK 129 milijuna i čini 11,9% ukupnih izvora sredstava.

Portfelj vrijednosnih papira na 31.12.2018. godine iznosi HRK 244,7 milijuna te je za HRK 21,2 milijuna niži u odnosu na kraj prethodne godine.

Početakom 2018. godine Banka je implementirala MSFI-9 i uspostavila usklađivanje vrijednosti u skladu sa standardom i internom metodologijom. Početni učinak uvođenja Standarda bio je 7,7 milijuna kuna i priznat je u stavci zadržanih gubitaka od vlasničkog kapitala.

Struktura imovine na dan 30.09.2019. promijenila se od kraja 2018. u segmentu Zajmovi i predujmovi (pad za 64 milijuna kuna), a višak likvidnosti usmjeren je u Vrijednosne papire (povećanje za 37 milijuna kuna).

Tablica 8: Struktura bilance na 30.09.2019.

30.09.2019.		
u 000 HRK		
Aktiva		
		%
Gotovina	8.874	1%
Obvezna rezerva	64.754	6%
Interbank	198.313	19%
Vrijednosni papiri	282.134	26%
Zajmovi i predujmovi	440.459	41%
Ostala aktiva	70.996	7%
Ukupna aktiva	1.065.530	100,00%
Pasiva		
Depoziti	863.848	81%
Banke	9.910	1%
Hibridi	46.601	4%
Ostala pasiva	11.081	1%
Kapital	134.090	13%
Ukupno Obveze I Kapital	1.065.530	100%

Izvor: FIMA-VRIJEDNOSNICE d.o.o., J&T banka d.d.

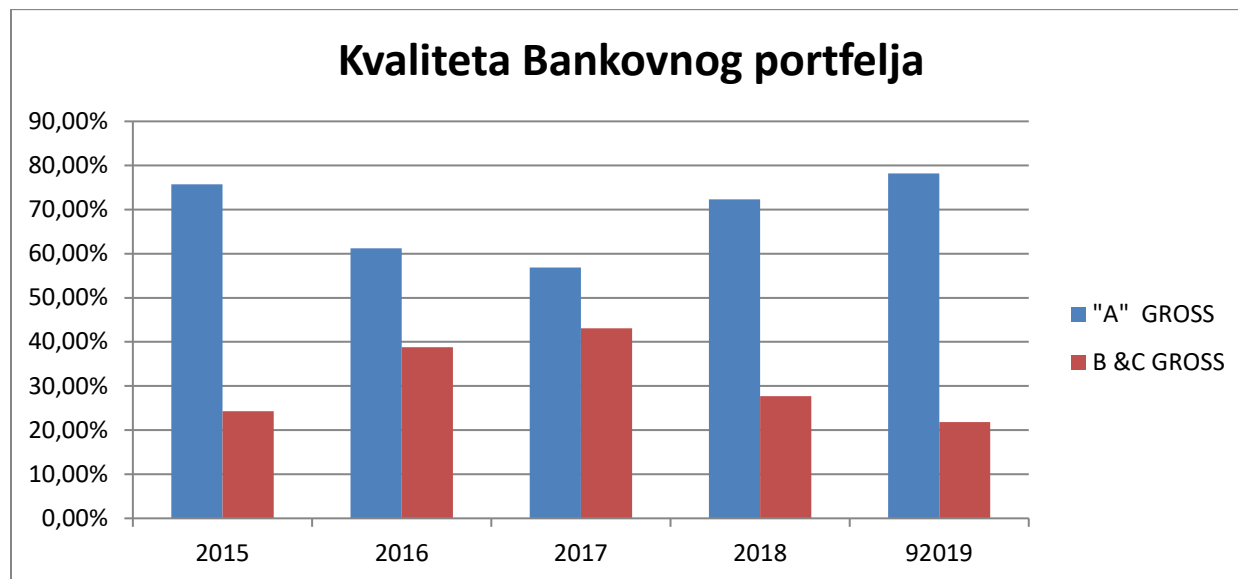
5.2.3 Imovina i kvaliteta imovine

Na dan 1. siječnja 2018. godine Banka je primijenila nove propise Hrvatske narodne banke (HNB) vezane za rezerviranja kreditnih gubitaka, koji djelomično inkorporiraju zahtjeve novog računovodstvenog standarda MSFI 9 Financijski instrumenti (pristup dvostrukog mjerenja, prema kojem se umanjene vrijednosti mjeri ili kao 12-mjesečni očekivani kreditni gubitak ili kao cjeloživotni očekivani kreditni gubitak, ovisno o tome je li došlo do značajnog povećanja kreditnog rizika od početnog priznavanja), čiji se zahtjevi za umanjene vrijednosti temelje na modelu očekivanog kreditnog gubitka. Novi propisi o rezerviranju za gubitke od HNB-a također propisuju minimalne postotke rezerviranja u određenim slučajevima, kao i minimalne faktore umanjenja vrijednosti i minimalna očekivana razdoblja plaćanja koja se primjenjuju na procijenjenu vrijednost kolaterala u izračunu umanjenja.

Na poziciji vrijednosnog usklađivanja od kredita komitentima Banka bilježi ispravke vrijednosti u neto iznosu HRK 8,2 milijuna dok su prethodne godine iznosili HRK 51,9 milijuna.

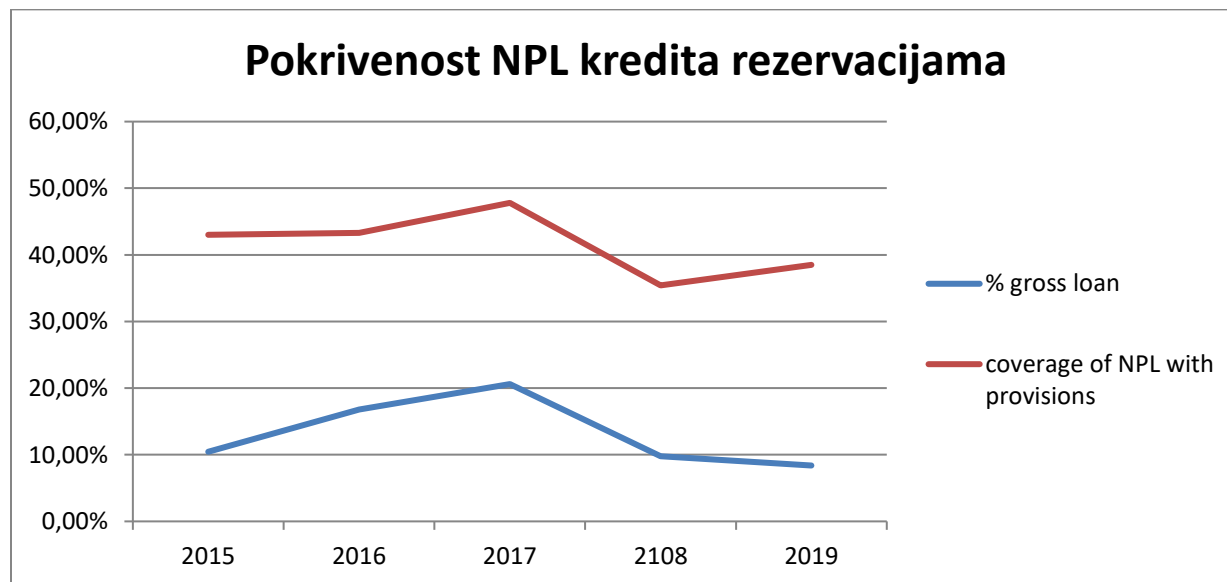
Kao definiciju nepovratnih i djelomično povratnih zajmova (NPL) uzimamo sve kredite kod kojih zajmoprimac kasni više od 90 dana. Vođeni rejtingom modela banke uzimamo zbroj B i C rejtinga kao NPL. Na slici 12. prikazana je kvaliteta aktive portfelja banke. U 2019. godini veličina portfelja NPL-a poboljšana je i smanjena je na 21,7%.

Slika 12: Kvaliteta Bankovnog portfelja



Izvor: FIMA-VRIJEDNOSNICE d.o.o., J&T banka d.d.

Slika 13: Pokrivenost NPL kredita rezervacijama



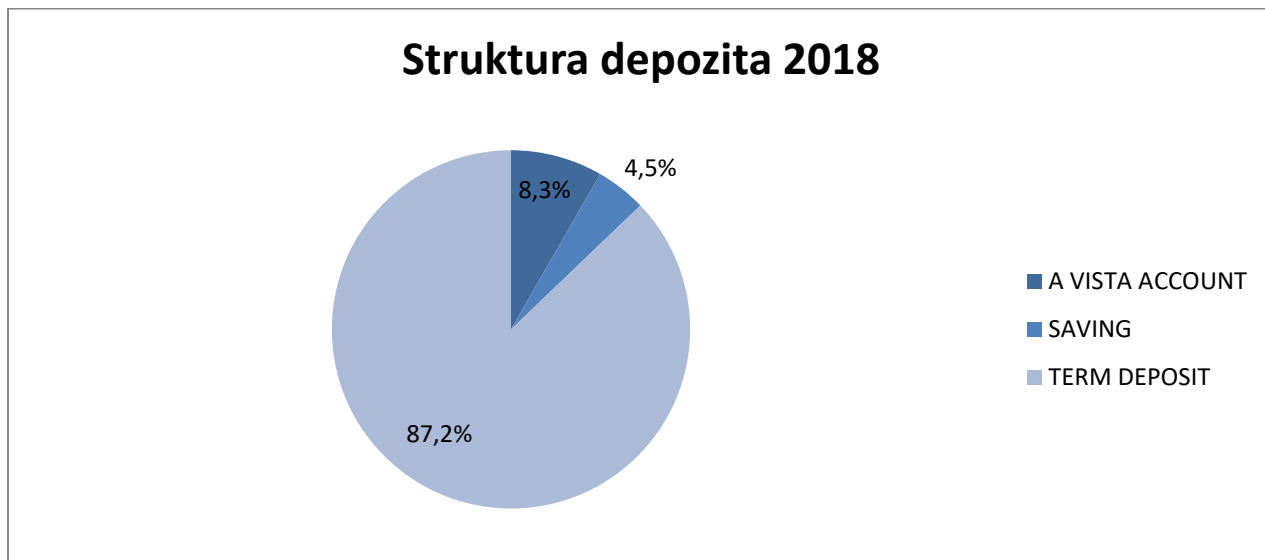
Izvor: FIMA-VRIJEDNOSNICE d.o.o., J&T banka d.d.

5.2.4. Izvori sredstava

U izvorima sredstava Banke dominiraju depoziti, a unutar depozita najveći dio se odnosi na depozite stanovništva (70%). Sadašnjom strukturom imovine i obveza, Banka dobrim dijelom ispunjava tradicionalnu sliku banke kao institucije koja okrupnjava usitnjenu štednju stanovništva koju svojom ekspertizom usmjerava u velike projekte na strani aktive.

U depozitima stanovništvu 73,9% je nominirano u stranoj valuti.

Slika 14: Struktura depozita 2018

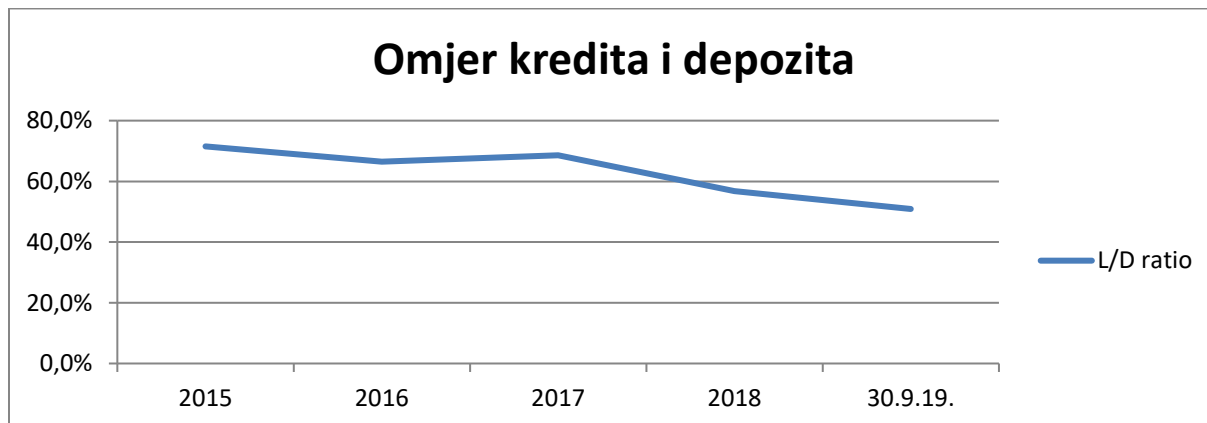


Izvor: FIMA-VRIJEDNOSNICE d.o.o., J&T banka d.d.

U strukturi izvora imovine značajnu stavku čini i subordinirani kredit od strane matice koji na kraju 2018. iznosi 46,589 MHRK, što predstavlja 5% u ukupnim izvorima sredstava.

Kretanje omjera kredita i depozita prikazano je na Slici 15.

Slika 15: Omjer kredita i depozita



Izvor: FIMA-VRIJEDNOSNICE d.o.o., J&T banka d.d.

5.2.5. Kapitalizacija

Banka za pokriće rizika koristi raspoloživi interni kapital koji je jednak raspoloživom regulatornom kapitalu, a temeljem provedenog dijaloga s regulatorom. Raspoloživi interni kapital iznosi HRK 163,6 milijuna. S druge strane, interni kapitalni zahtjevi iznose 86,9 milijuna kuna, što podrazumijeva suficit kapitala u iznosu od 76,8 milijuna kuna. Istovremeno, regulatorni kapitalni zahtjevi iznose 54,8 milijuna kuna, što podrazumijeva višak kapitala u iznosu od 108,8 milijuna kuna.

Za potrebe izračuna adekvatnosti kapitala Banka je odlučila usvojiti „statički pristup“ koji banci omogućava postupno uključivanje utjecaja MSFI-a 9 na izračun temeljnog kapitala na sljedeći način 5% u 2018., 15% u 2019., 30% u 2020., 50% u 2021. i 75% u 2022.

Slika 16: Adekvatnost kapitala



Izvor: FIMA-VRIJEDNOSNICE d.o.o., J&T banka d.d.

Subordinirani dug uključuje se u dopunski kapital Banke te se amortizira za potrebe izračuna adekvatnosti kapitala. Subordinirani dug prikupljan je i od fizičkih osoba u ukupnom iznosu od 584 tisuće eura.

5.2.6 Profitabilnost

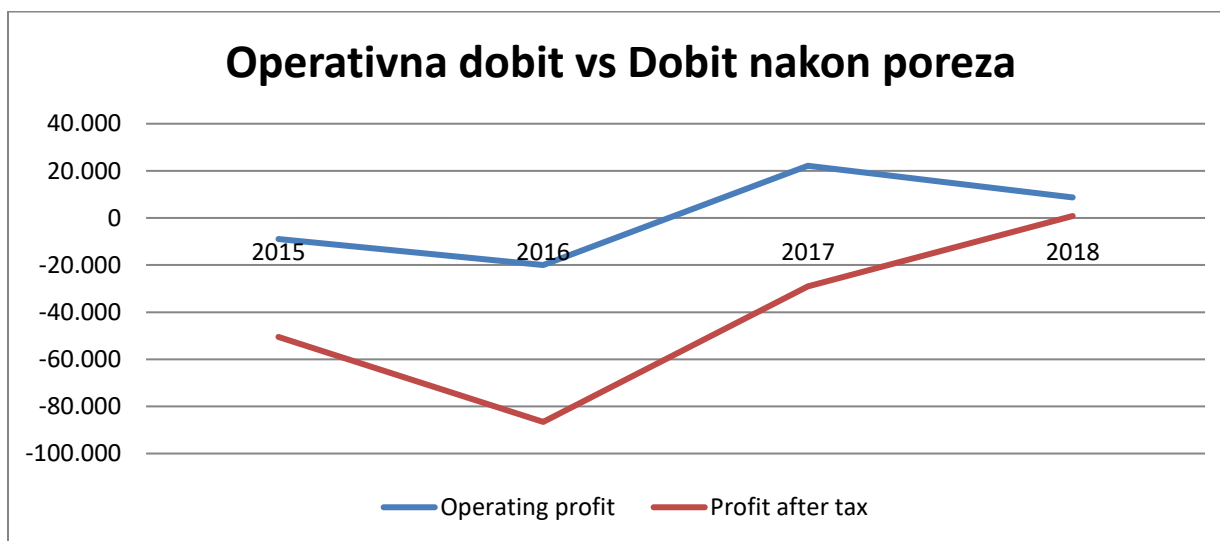
Glavni izvor kreacije vrijednosti Banke u prošlosti je bio neto kamatni prihod, dok je prihod od naknada i provizija činio znatno manji udio ukupnih neto prihoda. Takva je podjela tipična za univerzalne banke, dok je manje karakteristična za investicijsko bankarstvo kod kojeg u ukupnim neto prihodima dominiraju prihodi od naknada i provizija.

Banka je u 2018. godini ostvarila HRK 45,3 milijuna kamatnih prihoda dok su kamatni rashodi iznosili HRK 16,9 milijuna. Neto kamatni prihod iznosi HRK 28,4 milijuna što je smanjenje u odnosu na 2017. godinu za HRK 11,8 milijuna. Dio razloga za navedeno smanjenje leži u činjenici da su tijekom 2018. godine smanjene kamatne stope i na kredite i na depozite, te je došlo i do smanjenja volumena kreditnog portfelja Banke zbog naplate i odljeva klijenata izvan strategije Banke.

Neto prihod od naknada i provizija u 2018. godini iznosi HRK 8,3 milijuna te je za HRK 3 milijuna veći nego prethodne godine (2017. HRK 5,3 milijuna), najvećim dijelom zbog većeg učešća naplaćenih provizija za posredovanje pri odobravanju kredita od stranih kreditnih institucija. U prvih devet mjeseci 2019, primjetan je pad naknada.

Operativni troškovi na kraju 2018 su iznosili 39,2m; u prvih devet mjeseci 2019. razina troškova je smanjena te prema bančinoj procjeni treba biti niža u usporedbi s onom iz 2018.g.

Slika 17: Operativna dobit vs dobit nakon poreza



Izvor: FIMA-VRIJEDNOSNICE d.o.o., J&T banka d.d.

6 VREDNOVANJE

6.1 Uvod

Cilj ovog vrednovanja je opće prihvaćenim metodama doći do indikacije fer vrijednosti vlasničkog kapitala J&T banke d.d. na dan 30.09.2019., kako bi se utvrdila fer vrijednost dionice J&T banke.

Pravičnu naknadu moguće je utvrditi samo metodama procjene, budući da trgovinski podaci ne postoje, s obzirom da se dionicama Banke ne trguje na Zagrebačkoj burzi od 2017.g.

Fer vrijednost se definira kao cijena koju bi trebalo primiti za prodanu imovinu ili platiti za podmirenje obveze u uobičajenoj transakciji između sudionika na tržištu na datum vrednovanja.

Prilikom vrednovanja vlasničkog udjela u Banci primijenili smo dvije različite metode: metodu diskontiranja novčanih tokova (eng. Discounted Cash Flow ili „DCF“) i metodu procjene vrijednosti neto aktive.

6.1.1 Razlog primjene metode vrednovanja

Dvije metode koje smo primijenili daju pogled na vrijednost vlasničkog kapitala, odnosno na vrijednost dionice, iz dva različita kuta.

Metoda diskontiranih novčanih tokova je dinamička metoda koja temelji procjenu vrijednosti na sposobnosti Banke da proizvede slobodne novčane tokove.

Metoda procjene vrijednosti neto aktive je statička metoda koja izračunava vrijednost Banke na temelju sadašnje tržišne vrijednosti imovine i obveza Banke.

Obje metode su teoretski razrađene te u praksi prihvaćene.

Osnovne pretpostavke korištene u DCF modelu detaljno su razrađene u poglavlju 6.2.2. DCF metoda detaljnije je opisana u Dodatku A ovog elaborata.

Osnovne pretpostavke na kojima se temelji procjena metodom neto vrijednosti aktive objašnjene su u poglavlju 6.3.

Rezultati vrednovanja svakom od metoda i zaključak vrednovanja prezentirani su u poglavlju 6.4.

6.2 Vrednovanje metodom diskontiranja novčanih sredstava

6.2.1 Uvod

U ovom dijelu navodimo sva očekivanja i predviđanja relevantna za naš DCF model.

6.2.2. Ključne pretpostavke na kojima se temelji DCF model

6.2.2.1. Samostalni subjekt

Naša se predviđanja temelje na pretpostavci da će Banka nastaviti poslovati kao samostalni subjekt, odnosno utjecaji potencijalnih poslovnih kombinacija (kao što su primjerice sinergije, bolja geografska pokrivenost, pristup većim klijentima uslijed povećanja veličine same Banke) nisu uzeti u obzir.

6.2.2.2. Generalne pretpostavke u vezi modela

Kao eksplicitni period predviđanja uzima se razdoblje od pet godina, odnosno godine 2020., 2021., 2022., 2023. i 2024.

Terminalna vrijednost

Novčani tok na kojem se temelji terminalna vrijednost izračunava se kao prosječna petogodišnja neto dobit prognoziranog razdoblja, dok su amortizacija i kapitalni izdaci predviđeni na istoj razini.

Formula za izračun terminalne vrijednosti glasi:

$$\text{Terminalna vrijednost} = \frac{\text{prilagođeni novčani tok (prosjek 5 godina)} \times \text{stopa rasta u beskonačnosti}}{(\text{diskontna stopa} - \text{stopa rasta u beskonačnosti})}$$

Teoretska podloga i sam izračun konačne vrijednosti prikazani su u Dodatku A ovog elaborata.

Diskontna stopa

Diskontna stopa procijenjena je na 10,04% dok je predviđena stopa rasta nakon 2021. godine (koja je korištena u određenju konačne tj. terminalne vrijednosti) 2,7% godišnje. Prilikom izračuna diskontne stope pretpostavljena je bezrizična kamatna stopa od 1,81% i beta od 0,951.

Teoretska podloga i sam izračun diskontne stope mogu se pronaći u Dodatku A ovog elaborata.

Konvencija sredine godine (Mid - year convention)

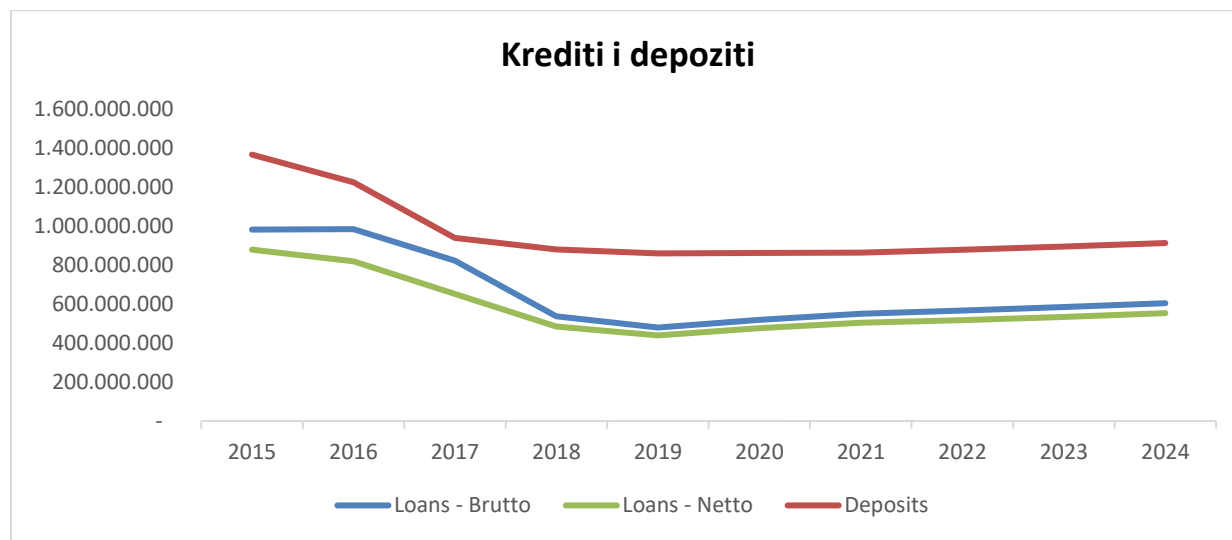
Model pretpostavlja da će se besplatni novčani tokovi primati sredinom godine, a ne na kraju, što bolje predstavlja dinamiku novčanog toka.

6.2.2.3. Pretpostavka u vezi bilance

Struktura bilance

Osnovna pretpostavka je da će se struktura bilance promijeniti u korist povećanja udjela kredita ostalim komitentima. U strukturi kredita ostalim klijentima najveća stopa rasta predviđena je za pravne osobe i nerezidente, dok se istovremeno koristila negativna stopa rasta kredita stanovništvu. Očekuje se da će se udio depozita od 2019. rasti za 2% svake predviđene godine.

Slika 18: Krediti i depoziti



Izvor: FIMA-VRIJEDNOSNICE d.o.o., J&T banka d.d.

Stanje gotovine

Zadržali smo jednak iznos gotovine u budućim periodima kao što je bio na 30.09.2019. (8,8 MHRK).

Vrijednosni papiri

U budućim periodima zadržali smo stanje na 30.09.2019. (159,6 MHRK).

Ulaganje u dugotrajnu imovinu

Naše projekcije pretpostavljaju skromne kapitalne izdatke koji će se sastojati od gotovinskih odljeva potrebnih za pokrivanje troškova održavanja dugotrajne imovine. Pojednostavljeno gledano, ulaganje u dugotrajnu imovinu u periodu beskonačnosti bit će jednako amortizaciji. Ovo je važno zbog činjenice da, radi očuvanja sposobnosti Banke da nastavi poslovanje u terminalnom periodu, treba pretpostaviti prosječna ulaganja u dugotrajnu imovinu na razini amortizacije što osigurava zamjenu postojeće imovine bez daljnjih povećanja, odnosno održavanje postojećih materijalnih resursa. Predviđanje kapitalnih izdataka na istoj razini ili na razini iznad amortizacije u razdoblju beskonačnosti znači minimalno očuvanje, odnosno povećanje iste razine kapitalne imovine.

Portfelj kredita

Očekuje se rast portfelja kredita korporativnim klijentima i nerezidentima. Uslijed gospodarskog rasta, u našem modelu predviđamo pad udjela nenaplativih i djelomično naplativih kredita.

Obvezna pričuva

Banke su obvezne obračunavati obveznu pričuvu u kunama i devizama po stopi koja je na dan 31. prosinca 2018. godine iznosila 12% kunskih i deviznih izvora sredstava. Kunski dio ovako obračunate obvezne pričuve uvećava se za 75% obračunate obvezne pričuve na izvore u stranim valutama. Na poseban račun kod Hrvatske narodne banke izdvaja se 70% kunskog dijela obvezne pričuve, dok se ostatak može održavati u odgovarajućoj likvidnoj imovini. Dio obračunate pričuve u stranoj valuti umanjuje se za 75% koji se pribraja obračunatom dijelu u kunama, dok se ostatak od 25% održava u stranim valutama. Postotak izdvajanja dijela obvezne pričuve u stranim valutama obračunatog na temelju sredstava nerezidenata i sredstava primljenih od pravnih osoba u posebnom odnosu s bankom u stranim valutama iznosi 100%, te se održava u odgovarajućoj likvidnoj imovini.

U pretpostavkama za buduća razdoblja, zadržali smo stanje pričuve na 30.09.2019. (64,5 MHRK).

Na sredstva obvezne pričuve Hrvatska narodna banka ne plaća kamatu.

Adekvatnost kapitala

Zahtijevana stopa adekvatnosti osnovnog kapitala Banke na dan 31.12.2018. godine iznosila je 17,11%, dok je stopa adekvatnosti ukupnog kapitala iznosila 23,9% na 30.09.2019. te je kao takva korištena u budućim projekcijama.

Subordinirani kredit

Pretpostavlja se da bi subordinirani kredit trebao biti vraćen matici do 2020. godine jer postoji dovoljno likvidnosti, a imajući u vidu i cijenu istog. Za razdoblje od 2023.-2024. planiran je novi hibridni zajam koji bi trebao osigurati novu korporativnu produkciju. Pretpostavljena cijena hibrida jednaka je postojećem kreditu.

6.2.2.4. Pretpostavke u vezi računa dobiti i gubitka

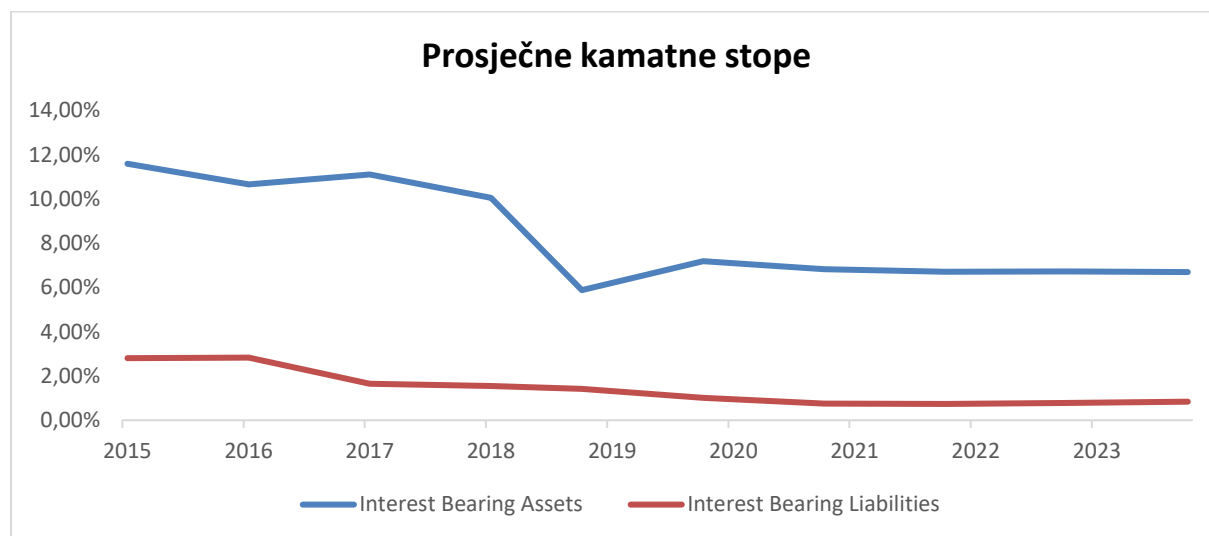
Kamatni prihodi i rashodi

Projekcije prihoda i rashoda od kamata temelje se na prosječnoj kamatonosnoj aktivi i pasivi za svaku pojedinu godinu i očekivanoj efektivnoj kamatnoj stopi za razne vrste bankarskih proizvoda.

Naš model pretpostavlja blagi pad kamatnih stopa u periodu između 2020. do 2022. godine, dok bi se stanje stabiliziralo u 2023. godini.

Neto kamatna marža ima lagani pad u 2019. na 2020. godinu te se kasnije pozitivno korigira u periodu od 2021. do 2024. godine na razinu od 2,23%, dok je prosječni bankarski sektor na razini 2,4%.

Slika 19: Prosječne kamatne stope

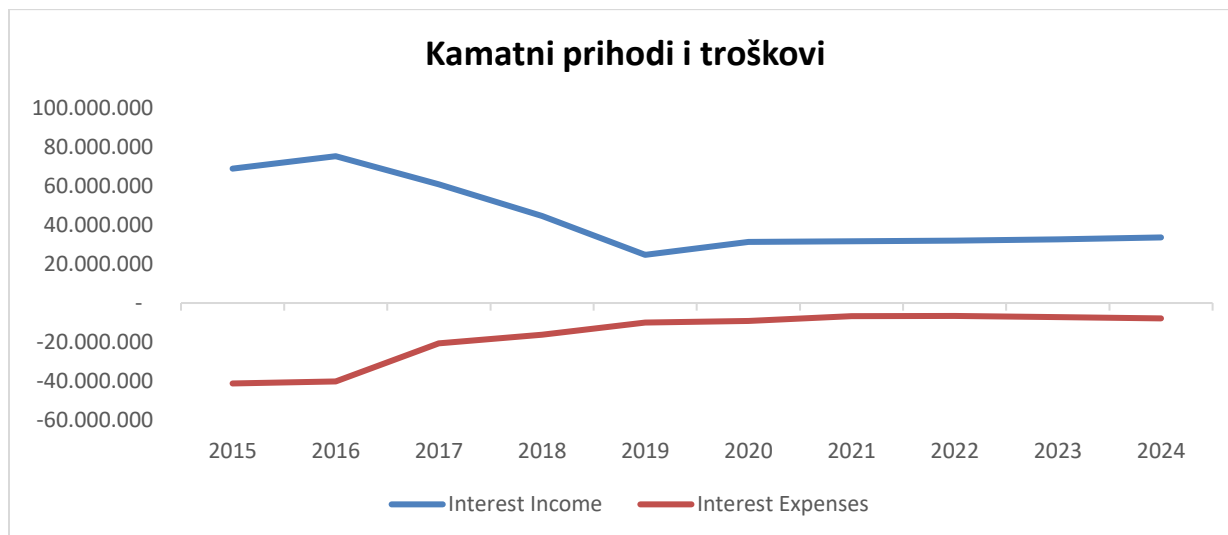


Izvor: FIMA-VRIJEDNOSNICE d.o.o., J&T banka d.d.

Prihodi od kamata smanjili su se u 2019. godini zbog značajnog broja prijevremenih otplata. Neto prihod od kamata iznosio je 28 milijuna kuna u 2018. godini i 15 milijuna kuna u 2019. godini. Nakon 2019. godine pretpostavili smo stabilizaciju neto prihoda od kamata na razini od 25 milijuna kuna.

Neto prihod od kamata predstavlja 68 do 70% ukupnog operativnog prihoda tijekom 2020. do 2024. godine.

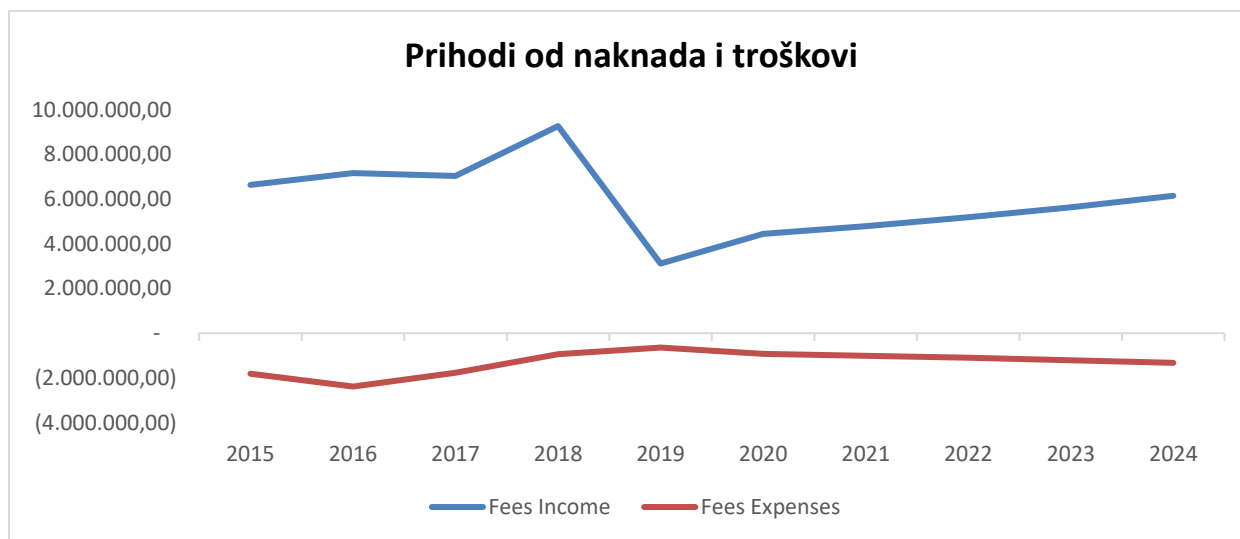
Slika 20: Kamatni prihodi i troškovi



Izvor: FIMA-VRIJEDNOSNICE d.o.o., J&T banka d.d.

Između 2016. i 2019. godine došlo je do snažnog pada neto prihoda od naknada tj. od 8 milijuna kuna u 2018. godini na 2,5 milijuna kuna u 2019. godini. Nakon toga u našem modelu predviđena je stabilizacija na razini od 4 do 5 milijuna kuna. Neto prihod od naknada predstavlja 11% do 13% ukupnog operativnog prihoda tijekom 2020. do 2024. godine.

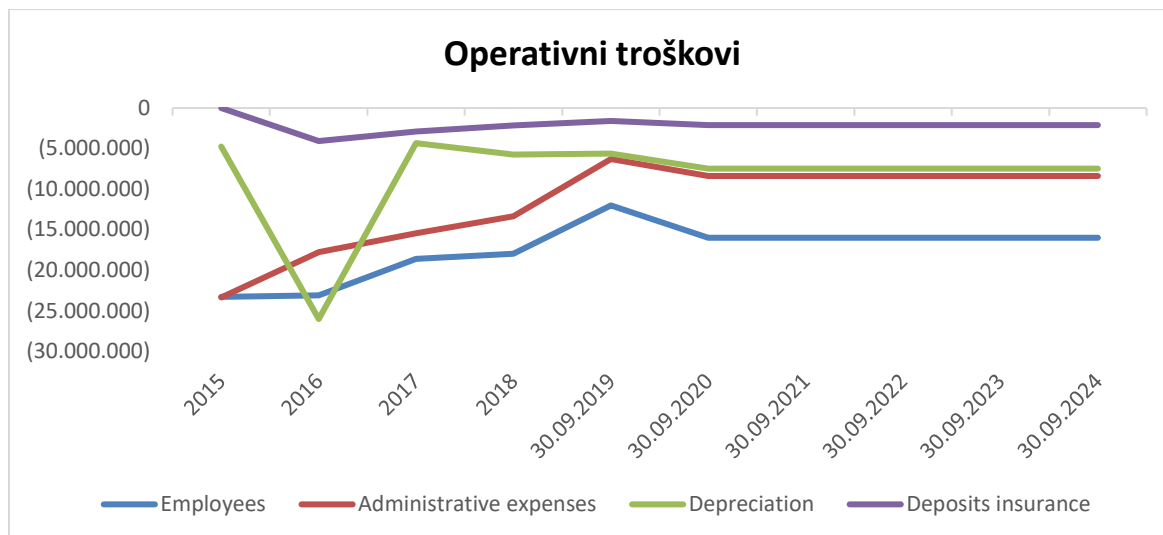
Slika 21: Prihodi od naknada i troškovi



Izvor: FIMA-VRIJEDNOSNICE d.o.o., J&T banka d.d.

Operativni troškovi su zadržani na razini 30.09.2019.

Slika 22: Operativni troškovi - projekcija

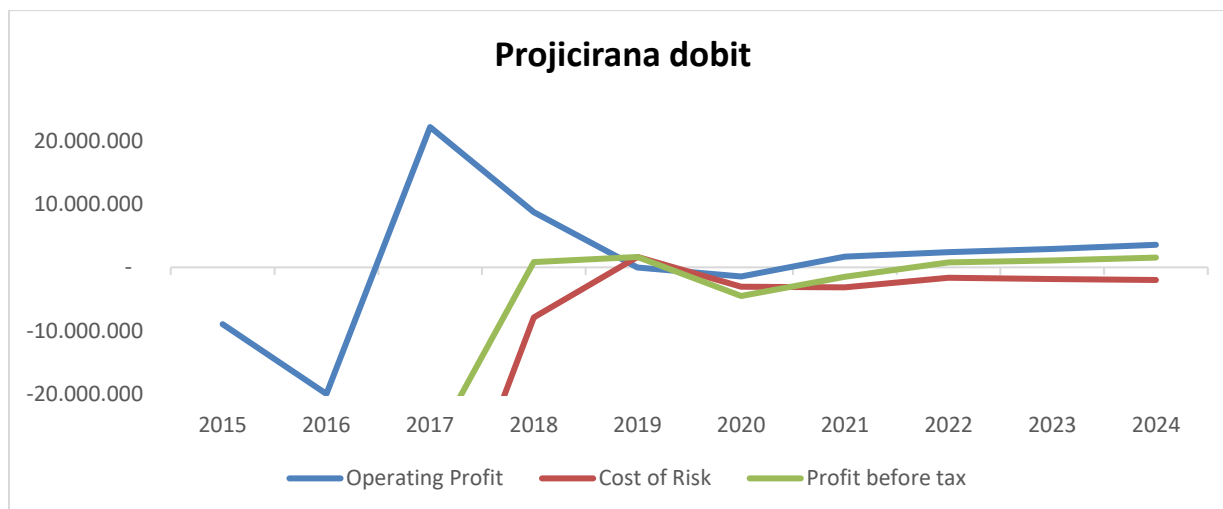


Izvor: FIMA-VRIJEDNOSNICE d.o.o., J&T banka d.d.

U prošlosti je na dobit snažno utjecao trošak rizika.

U našem modelu iskazana je pozitivna dobit prije oporezivanja za period od 2022. do 2024. godine.

Slika 23: Projicirana dobit



Izvor: FIMA-VRIJEDNOSNICE d.o.o., J&T banka d.d.

Porezi

Za izračun godišnje stope poreza na dobit primijenili smo trenutnu poreznu stopu od 18% (nakon što su iskorišteni svi prenesenih porezni gubici).

6.2.3 Izračun DCF modelom

U Tablici 9. prezentirani su relevantni parametri našeg DCF modela temeljem kojih smo utvrdili fer vrijednost dionice Banke.

Izračun novčanog toka za vlasnike kapitala banke počinje od razine neto dobiti banke. Najčešće se zapravo kreće od razine dobiti prije poreza. Međutim, u našem je slučaju važno napomenuti da u eksplicitnom periodu predviđanja neće postojati obveza poreza na dobit, budući da Banka može koristiti gubitke iz prethodnih razdoblja za umanjenje porezne obveze.

Na razinu neto dobiti nakon poreza dodaju se nenovčani rashodi, odnosno amortizacija. To je stavka koja uvećava novčani tok.

Nakon amortizacije dolaze kapitalni izdaci, odnosno ulaganja u dugotrajnu materijalnu imovinu čije povećanje smanjuje novčani tok za vlasnike kapitala.

Procjena vrijednosti dionice koja proizlazi iz DCF metode daje vrijednost vlasničkog kapitala Banke od HRK 89,38 milijuna kuna, odnosno HRK 2,97 po dionici. Ovaj izračun pretpostavlja da Banka trenutno drži vlastite dionice, odnosno uzima ukupan broj izdanih dionica korigiran za vlastite dionice (30.118.202).

Tablica 9: DCF model

	30.09.2020	30.09.2021	30.09.2022	30.09.2023	30.09.2024	TV
Prihodi	32.569.623	35.682.909	36.410.253	36.915.091	37.545.733	38.559.467
Porast prihoda		9,56%	2,04%	1,39%	1,71%	2,70%
EBITDA	2.970.852	6.003.023	8.270.173	8.571.527	9.013.471	5.783.920
EBITDA marža (%)	9,12%	16,82%	22,71%	23,22%	24,01%	15,00%
NOPLAT	2.436.099	4.922.479	6.781.542	7.028.652	7.391.046	4.742.814
(+) Amortizacija	(7.469.333)	(7.469.333)	(7.469.333)	(7.469.333)	(7.469.333)	(7.469.333)
(+/-) Promjena radnog kapitala	4.441.692	1.466.310	(800.839)	(1.102.193)	(1.544.137)	2.541.125
(-) CAPEX	7.469.333	7.469.333	7.469.333	7.469.333	7.469.333	7.469.333
Slobodni novčani tok	6.877.790	6.388.789	5.980.702	5.926.459	5.846.909	7.283.939
Terminalna vrijednost						99.252.699
Diskontirani novčani tok	6.556.560	5.534.774	4.708.556	4.240.187	3.801.634	64.533.667
Vremenski period - mid	0,50	1,50	2,50	3,50	4,50	4,50
Diskontni faktor	1,05	1,15	1,27	1,40	1,54	1,54

Vrijednost vlasničkog kapitala	
WACC	10,04%
Stopa stabilnog rasta	2,70%
Vlasnički kapital	89.375.378
Ukupan broj dionica	30.708.540
Korekcija za vl. dionice	30.118.202
Vrijednost po dionici	2,97

Analiza osjetljivosti

Analiza osjetljivosti procjene fer vrijednosti vlasničkog kapitala, odnosno dionice Banke na različite vrijednosti diskontne stope i stope rasta u periodu beskonačnosti nalazi se u Tablici 10.

Tablica 10: Analiza osjetljivost kapitala na različite diskontne stope i stope stabilnog rasta

		Analiza osjetljivosti				
		-1,00%	-0,50%	0,00%	1,00%	1,50%
		Stabilna stopa rasta				
		1,70%	2,20%	2,70%	3,70%	4,20%
WACC	8,04%	107.028.880	113.977.518	122.227.696	144.432.541	159.873.224
	9,04%	92.593.848	97.509.930	103.201.568	117.783.124	127.334.009
	10,04%	81.636.398	85.259.071	89.375.378	99.556.146	105.954.264
	11,04%	73.038.436	75.792.776	78.877.421	86.307.674	90.837.666
	12,04%	66.114.509	68.261.192	70.637.742	76.245.842	79.586.465

6.3 Metoda procjene vrijednosti neto aktive

Metoda procjene vrijednosti neto aktive ili metoda korigirane knjigovodstvene vrijednosti kapitala, predstavlja utvrđivanje realne vrijednosti pozicije aktive (imovine) i pasive (obveza) primjenom tržišnih elemenata kako bi se realno utvrdila razlika, odnosno višak imovine iznad obveza Banke koji čini vrijednost vlastitog kapitala Banke.

Metoda procjene vrijednosti neto aktive statička je metoda, budući da ne predviđa, izračunava i diskontira buduće novčane tokove. Međutim, metoda korigirane knjigovodstvene vrijednosti u samoj srži pretpostavlja efikasno funkcioniranje tržišta za klase imovine i obveza u strukturi bilance pretpostavljajući da je sadašnja vrijednost klase imovine uvjetovana budućim novčanim tokovima koje ta imovina može donijeti svojim vlasnicima

U slučaju procjene vrijednosti banaka, prilagodbe se najčešće izvršavaju na poziciji kredita klijentima. Kako se radi o nelikvidnoj klasi imovine za koju ne postoji uređeno tržište koja

određuje tržišnu cijenu, često se događa da su krediti banaka u bilanci nerealno visoke vrijednosti.

Korekcija na strani vrijednosnih papira rjeđe se koristi zbog činjenice da se uglavnom radi o likvidnim instrumentima za koje postoji uređeno tržište.

Tablica 11: Korigirana vrijednost neto imovine

	HRK 000
Stanje neto imovine na 30.09.2019.	134.106.994
Prilagodba za nematerijalnu imovinu	-10.861.091
Korigirana neto imovina	123.245.902
Broj izdanih dionica	30.708.540
Korigirano za broj vlastitih dionica	30.118.202
Vrijednost po dionici	HRK 4,09

Procjena vrijednosti dionice koja proizlazi iz metode korigirane knjigovodstvene vrijednosti kapitala daje vrijednost vlasničkog kapitala Banke od HRK 123,2 milijuna kuna, odnosno HRK 4,09 kune po dionici. Ovaj izračun pretpostavlja da Banka trenutno drži vlastite dionice, odnosno uzima u obzir ukupan broj izdanih dionica korigiran za vlastite dionice (30.118.202).

6.4 Zaključak

Vrednovanje fer vrijednosti dionica J&T banke d.d izvršeno je korištenjem dviju metoda procjene poslovnih subjekata:

- (i) metodom diskontiranog novčanog toka procijenjena vrijednost dionice iznosi HRK 2,97,
- (ii) metodom procjene vrijednosti neto aktive procijenjena vrijednost dionice iznosi HRK 4,09.

Metoda diskontiranih novčanih tokova najrelevantnija je metoda vrednovanja Banke jer odražava profitnu sposobnost Banke, odnosno predviđa, mjeri i svodi na sadašnju vrijednost novčane tokove iz budućnosti. Upravo je ostvarivanje slobodnih novčanih tokova bio jedan od ključnih problema poslovanja Banke u prošlosti te će sposobnost Banke da ostvari iste u budućnosti biti glavni kreator vrijednosti za dioničare. Iz tog razloga ovoj metodi pridajemo ponder od 70%.

Druga metoda koju smo upotrijebili je metoda procjene vrijednosti neto aktive. Ta statička metoda mjeri tržišnu vrijednost neto imovine te se uz određene dopune (troškove) može usporediti s likvidacijskom vrijednošću Banke. Iz same metode proizlazi da ona nije u direktnoj korelaciji sa sposobnošću Banke da kreira vrijednost za dioničare. Iz tog razloga ovoj metodi pridajemo niži ponder od 30%, odnosno koristimo je kao „*sanity check*“ za metodu diskontiranih novčanih tokova.

Tablica 12: Procijenjena fer vrijednost dionice

	Vrijednost	Ponder	Ponderirana vrijednost
Metoda diskontiranih novčanih tokova	2,97	70%	2,08
Metoda procjene vrijednosti neto aktive	4,09	30%	1,23
Procijenjena fer vrijednost dionice (HRK)			3,31

Napomena: U elaboratu je vrijednost dionice prema svakom od korištenih modela radi preglednosti zaokružena na dvije decimale, dok je za potrebe izračuna tih vrijednosti korišteno više decimala.

Na temelju navedenog, uzimajući u obzir sva ograničenja, procijenjena fer vrijednost dionice J&T banke d.d. iznosi:

HRK 3,31 (slovima: trikuneitridesetjednialipa)

DODATAK A - DCF model

A.1 Osnove metode

Osnovna pretpostavka i temelj metode diskontiranih novčanih tokova je da je vrijednost društva jednaka sadašnjoj vrijednosti slobodnih novčanih tokova uvećanoj za vrijednost imovine koja se ne koristi u operacijama. Budući novčani tokovi se svode na sadašnju vrijednost putem diskontne stope koja predstavlja zahtijevanu stopu prinosa na vlasnički kapital.

Vrednovanje metodom diskontiranih novčanih tokova pretpostavlja sljedeće procedure:

- predviđanje slobodnih novčanih tokova za vlasnike u eksplicitnom periodu predviđanja,
- predviđanje novčanih tokova za vlasnike u periodu nakon eksplicitnog perioda predviđanja,
- izračun diskontne stope koja reflektira zahtijevanu stopu prinosa na vlasnički kapital, koja se temelji na bezrizičnoj stopi uvećanoj za premiju rizika,
- izračun sadašnje vrijednosti novčanih tokova iz eksplicitnog razdoblja predviđanja, kao i izračun sadašnje vrijednosti konačne vrijednosti,
- prilagodbe za specifične karakteristike pojedine investicije. Kontrolni udio obično podrazumijeva premiju na procijenjenu vrijednost, dok manjinski udjeli obično impliciraju diskont na procijenjenu vrijednost. Nadalje, diskont na nelikvidnost dionice također se može primijeniti.

A.2 Predviđanje novčanih tokova

Novčani tok za vlasnike kapitala računa se na sljedeći način:

Dobit nakon poreza (neto dobit)

Uvećano za: negotovinske rashode (amortizacija)

Uvećano/Umanjeno za: promjene neto potreba za financiranjem

Umanjeno za: kapitalne izdatke (promjena dugotrajne materijalne imovine)

= Slobodni novčani tok

A.3 Diskontna stopa

Diskontna stopa se računa po slijedećoj formuli:

$$WACC = k_E \times E/(D+E) + k_D \times (1-t) \times D/(D+E)$$

Gdje je:

k_E = Trošak kapitala

E = Kapital

k_D = Trošak duga

D = Dug

t = Porezna stopa

Zahtijevana stopa troška kapitala bazira se na Capital Asset Pricing Modelu ("CAPM"):

$$k_E = R_f + \beta_D \times (R_m - R_f) + SP$$

R_f = Nerizična kamatna stopa

Beta = Beta

$(R_m - R_f)$ = Premija rizika

R_{f_USD} = Nerizična kamatna stopa USD = prinos na 10G USD Trezorske zapise

R_m = Očekivani povrat tržišta

Exp_Infl_{USD} = očekivana stopa inflacije USA

Exp_Infl_{HRK} = očekivana stopa inflacije CRO

SP = premija na veličinu (Size Premium) => izvor: *Ibbotson Associates, SBI Valuation Edition Yearbook, 2015*

Sljedeća tablica prikazuje obračun diskontne stope (WACC):

Tablica 13: Kalkulacija diskontne stope - WACC

Država	Hrvatska
kD	2,96%
T	18,00%
Industrija	Banke (Regija)
D/E omjer	76,51%
Rf_USD	2,72%
Exp_InflUSD	2,00%
Exp_InflHRK	1,10%
Rf	1,81%
Tp	
Hrvatska	10,13%
SP	4,00%
β_{ul}	0,57
β_{in}	0,92760774
β_D	0,951738493
kE	15,45%
WACC	10,04%

CAPM model pretpostavlja postojanje investicije čiju stopu povrata investitori percipiraju kao nerizičnu. Za potrebe vrednovanja Banke korištena je nerizična stopa jednaka prosječnom prinosu na 10 godišnje prinose na USD trezorske zapise.

U CAPM modelu sistematični rizik računa se pomoću beta pokazatelja (β) koji pokazuje odnos kretanja prinosa određenog ulaganja u odnosu na kretanje prinosa na optimalno diversificirani portfelj. Zbog slabe likvidnosti dionice Banke, za aproksimaciju bete uzeta je prosječna vrijednost bete za grupu europskih banaka. (Damodaran)

Premija tržišnog rizika (Equity Risk Premium; ERP ili $R_m - R_f$) je stopa zahtijevanog povrata na ulaganje u pojedinačnu dionicu ili dioničko tržište u cjelini. Taj je povrat viši od bezrizične stope zbog toga jer investitor preuzima veći rizik. Premija tržišnog rizika za procjenu vrijednosti Banke odabrana je temeljem podataka iz baze podataka New York University Stern School of Business.

A.4 Terminalna vrijednost

Terminalna ili konačna vrijednost računa se na temelju novčanih tokova u 5 godina eksplicitnog perioda predviđanja. Novčani tok za izračun terminalne vrijednosti izračunat je na temelju prosjeka neto dobiti za pet godina u periodu eksplicitnog predviđanja.

Dugoročna stopa rasta je stopa od 2,7%, a temelji se na makroekonomskom okruženju.

Terminalna vrijednost izračunava se pomoću Gordonovog modela rasta:

*Konačna vrijednost = prilagođeni novčani tok (prosjek pet godina) * stopa rasta u beskonačnosti / (diskontna stopa - stopa rasta u beskonačnosti)*

Prilagodbe slobodnog novčanog toka za izračun konačne vrijednosti odnose se na izjednačavanja stope amortizacije s promjenama ulaganja u dugotrajnu imovinu. Time se zapravo eliminira utjecaj otpisa i ulaganja u dugotrajnu imovinu na konačnu vrijednost.

DODATAK B – Međunarodni standardi za procjenu vrijednosti

Procjena Banke izrađena je skladu s važećim Međunarodnim standardima financijskog izvještavanja (MSFI).

Navedenim standardom uređuje se način određivanja fer vrijednosti ako tržište za financijski instrument nije aktivno. U tom slučaju fer vrijednost se utvrđuje primjenom tehnika procjene. Cilj korištenja tehnika procjene općenito je utvrditi koje bi cijene bile postignute na datum vrednovanja između informiranih i nepovezanih strana, voljnih obaviti transakciju u uobičajenim uvjetima poslovanja.

DODATAK C - Pravne napomene

Distribucija elaborata

Ovaj elaborat izrađen je od strane investicijskog društva FIMA-VRIJEDNOSNICE d.o.o. kao izvršitelja (dalje u tekstu: Izvršitelj) na zahtjev naručitelja J&T BANKA a.s., u svrhu pobliže opisanu pod točkom 1.1. Također, ovaj elaborat, osim kako je opisano pod točkom 1.8., nije dozvoljeno umnožavati ili distribuirati trećima bez prethodnog pismenog odobrenja autora.

Predmetni elaborat, u cijelosti ili djelomično, osim radi svrhe s kojom je sačinjen, nije dozvoljeno navoditi kao referencu, citirati, u cijelosti ili djelomično, u bilo kojoj izjavi, brošuri, ugovoru ili bilo kojoj drugoj vrsti dokumenta, bez našeg prethodnog pismenog odobrenja.

Mišljenje

Mišljenje izraženo u ovom elaboratu i izložene procjene predstavljaju našu najbolju ocjenu stanja s obzirom na datum i vrijeme izrade, te su podložni promjenama. Ovaj elaborat pripremljen je s dužnom pažnjom, poštujući načela objektivnosti i metodološke ispravnosti, na temelju javno dostupnih izvora/informacija, koje je Izvršitelj smatrao pouzdanima odnosno na temelju podataka dobivenih od strane Banke.

Pretpostavka vremenske neograničenosti poslovanja, bez neobjavljenih potencijalnih obveza

Naš elaborat:

- (i) pretpostavlja da će od dana procjene Banka nastaviti neograničeno poslovati, odnosno postojati;
- (ii) temelji se na prošlom i tekućem financijskom stanju Banke i njezine imovine na dan procjene; i
- (iii) pretpostavlja da Banka nije imala neobjavljenih stvarnih ili potencijalnih obveza i imovine, drugih izvanrednih ili značajnih obveza, osim u tijeku redovnog poslovanja, niti se protiv njih vode ili će se voditi bilo kakvi sudski procesi koji bi mogli imati značajan utjecaj na našu procjenu.

Nedostatak provjere dobivenih informacija

U tijeku procjene vrijednosti oslanjali smo se na informacije i podatke dobivene od strane Banke, bez provođenja neovisne provjere tih podataka. Pretpostavili smo da su svi dostavljeni podaci i informacije potpuni i točni i da odražavaju poštnu namjeru Uprave glede prikaza položaja i planova za budućnost na datum izrade elaborata, s operativnog i financijskog gledišta. Takvi navodi, procjene i predviđanja odražavaju različite pretpostavke Uprave Banke u pogledu očekivanih rezultata, a koje se pretpostavke mogu, ali i ne moraju pokazati točnima. Ovime se ne

daje nikakvo jamstvo točnosti ili valjanosti takvih navoda, procjena i predviđanja. Bilo kakvo korištenje projekcija ili planova Uprave u našem elaboratu ne predstavlja automatski i provjeravanje ili obradu financijskih izvješća u skladu s revizorskim standardima.

U sklopu ovog elaborata, također smo se oslanjali i na javno dostupne informacije iz priznatih izvora financijskih podataka koje nismo u svim slučajevima dodatno provjeravali.

Slijedom svega navedenog, ne jamčimo za točnost i potpunost elaborata, osobito ako se za informacije i/ili podatke na temelju kojih je pripremljen dokaže da su netočni, nepotpuni ili nisu u potpunosti u skladu s činjenicama.

Događaji nakon datuma vrednovanja

Uvjeti našeg ugovora o procjeni fer vrijednosti dionice su takvi da autor elaborata nema obvezu ažuriranja ovog elaborata niti usklađenja procjene vrijednosti radi događaja ili transakcija nastalih nakon datuma vrednovanja.