



Monetizacija javnog duga vezano za društva HAC i ARZ

**Nacrt konačnog izvješća u Fazi 1
(radi pregleda i komentara MPPI)**

6. lipnja 2013.



Sadržaj

1. Važna napomena
2. Informativni sažetak
3. Ciljevi monetizacije
4. Opcije monetizacije
5. Rezultati ispitivanja tržišta
6. Dubinsko ispitivanje
7. Najbolja opcija

Aneks I: Indikativna procjena

Aneks II: Sažetak financijskog dubinskog ispitivanja

1. Važna napomena

Ovaj se dokument daje primateljima na privatnoj i povjerljivoj osnovi, a za upotrebu isključivo u vezi s njihovim razmatranjem "monetizacije autoceste HAC i ARZ" ("Projekt"). Podaci navedeni u ovom dokumentu namijenjeni su isključivo za Vladu RH koju zastupa Ministarstvo pomorstva, prometa i infrastrukture ("MPPI") radi pružanja osnove za donošenje odluke o najprikladnijoj metodi realizacije Projekta, te se ne mogu upotrijebiti i tumačiti ni na koji način osim za ovu svrhu. Podaci navedeni u ovom dokumentu ne smiju se reproducirati u cijelosti ili djelomično, osim za internu upotrebu, niti bilo koji dio njihovog sadržaja smije biti otkriven trećim osobama bez prethodne pisane suglasnosti Savjetnika. Podaci navedeni u ovom dokumentu dobiveni su od Vlade RH, društava HAC i ARZ ili od drugih izvora koji se smatraju pouzdanima. Iako su podaci u ovom dokumentu omogućeni u dobroj vjeri, oni se ne smatraju sveobuhvatnima ili nezavisno potvrđenima. Savjetnik ne prihvaća nikakvu odgovornost za točnost ili potpunost podataka ili mišljenja navedenih u ovom dokumentu. Nijedna izjava ili jamstvo, bilo izričito ili prešutno, nije niti će biti dano od strane Savjetnika ili bilo kojeg od njegovih partnera, službenika, djelatnika, zastupnika ili drugih savjetnika ("Stranke") u vezi s podacima ili mišljenjima navedenima u ovom dokumentu ili bilo kojem od njegovih dodataka ili podataka na kojima se temelji ovaj dokument. Bilo kakva odgovornost stoga se ovime izričito odbija. Zbog tekućeg razvoja određenih parametara, podaci navedeni u ovom dokumentu trebaju se smatrati dinamičnima i mogu se neprestano poboljšavati tijekom vremena. Svaka osoba kojoj je ovaj dokument stavljen na raspolaganje mora donijeti svoju vlastitu nezavisnu procjenu Projekta nakon što provede istragu i dobije stručne savjete koje smatra potrebnima. Ovaj dokument i svi ostali podaci koje primatelji dobiju u vezi s Projektom podliježu ugovoru o povjerljivosti. Ovaj dokument ne predstavlja te se ne smije koristiti u svrhu bilo kakvog nagovaranja bilo koga u bilo kojoj zemlji u kojoj takvo nagovaranje nije odobreno ili bilo koje osobe koju je nezakonito na taj način nagovarati. Bilo kakvi podaci omogućeni u skladu s ovim dokumentom bit će omogućeni na istoj osnovi i pod istim uvjetima kao što je gore navedeno.

2. Informativni sažetak

Situacija

Vlada Republike Hrvatske (Vlada RH) donijela je na svojoj 44. sjednici održanoj 2. kolovoza 2012. godine odluku o izboru savjetnika za monetizaciju javnog duga vezano uz operatere autocesta u državnom vlasništvu, Hrvatske autoceste d.o.o. (HAC) i Autoceste Rijeka-Zagreb d.d. (ARZ). Navedeni razlog za ovu transakciju ("Projekt") bila je potreba za prikupljanjem sredstava za druga ulaganja u hrvatsku infrastrukturu, kao i rješavanje postojećih dugova društava HAC i ARZ. Očekivani prihodi od Projekta navedeni su od Vlade RH u rasponu od 2 milijarde do 3 milijarde EUR.

Ministarstvo pomorstva, prometa i infrastrukture (MPPI) angažiralo je 5. ožujka 2013. godine zajednicu ponuditelja koji se sastoji od društva Erste Group Bank AG, društva Deloitte savjetodavne usluge d.o.o., društva Wolf Theiss Rechtsanwälte GmbH – Podružnica Zagreb, te društva za upravljanje autocestama Asfinag International kao Savjetnika za Projekt. Savjetodavni mandat sastoji se od dvije faze: 1) Prijedlog predloženog rješenja za monetizaciju i, nakon njegovog odobrenja od strane Vlade RH; 2) Provedba tog rješenja. Savjetnik je dovršio prvu fazu Projekta i predlaže provođenje monetizacije autocesta putem javnog nadmetanja radi dodjele koncesije za upravljanje i održavanje autocesta.

Najbolja opcija monetizacije

Na temelju razmatranja ciljeva Vlade RH, analize potencijalnih mogućnosti monetizacije, povratnih informacija zaprimljenih tijekom ispitivanja tržišta, te dubinskog ispitivanja u vezi s transakcijom, predlaže se da se Projekt realizira kroz dodjelu koncesije za upravljanje i održavanje autoceste kojima upravljaju HAC i ARZ.

Na temelju takve koncesije, Vlada RH bi dala u koncesiju postojećih 1.024 km autoceste kojima upravljaju HAC i ARZ strateškom investitoru koji bi preuzeo naplatu cestarine, upravljanje, kao i redovno i izvanredno održavanje autocesta u predloženom razdoblju od 40-50 godina (točno razdoblje bilo bi određeno tijekom nadmetanja). Investitor bi ostvario povrat ulaganja od zadržane cestarine i dodatnih prihoda, te bi preuzeo sve nastale troškove poslovanja i održavanja

u vezi s autocestama. Trenutna trošarina od 0,6 HRK po litri goriva koja se plaća HAC-u ostala bi na raspolaganju za druge svrhe i ne bi postala dijelom Projekta, čime bi se neizravno dodatno osnažio državni proračun. (U 2012. godini HAC je na predmetnom temelju zaradio ukupno 1.404 milijuna HRK).

Za 40-godišnju koncesiju, investitor bi Vladi RH platio koncesijsku naknadu u prvotno procijenjenom iznosu od 2,4 – 2,9 milijardi EUR. Ukoliko bi razdoblje koncesije bilo produljeno na 50 godina, procijenjeni bi iznos mogao biti povećan na 2,6 – 3,3 milijarde EUR (uz prikladne mjere za upravljanje rizicima pruženim od strane Vlade RH). Vrijednost koncesije odgovara trenutnoj vrijednosti prihoda od buduće cestarine (i ostalih prihoda autoceste) umanjeno za trenutnu vrijednost budućih troškova poslovanja i održavanja te s tim povezanih rizika. (Vrijednost koncesije uvelike će ovisiti također o raspodjeli rizika između Davatelja koncesije i investitora u ugovoru o koncesiji). Nadalje, na očekivanu cijenu ponuđenu od strane investitora također će utjecati konkurencija Projektu na tržištu infrastrukture, kao i stvarno stanje na financijskim tržištima. Ova bi koncesija predstavljala najveće strano ulaganje u povijesti Republike Hrvatske.

Predloženo rješenje koncesije zadovoljava tri glavna cilja MPPI-a: a) dobivanje prihoda od monetizacije autocesta; b) poboljšanje opće radne učinkovitosti autocesta HAC i ARZ (odnosno optimizacija njihovih dugoročnih troškova poslovanja i održavanja); te c) omogućavanje Vladi RH da dohodak od poreza na gorivo upotrijebi za druge infrastrukturne projekte. Ovo je rješenje također bilo odabrano od strane investitora u istraživanju tržišta u kojem je od uzorka potencijalnih investitora zatražena povratna informacija o alternativama monetizacije.

Stoga se od Vlade RH traži da razmotri ovaj prijedlog monetizacije i, ukoliko isti bude odobren, zatraži od Savjetnika da organizira i provede javno nadmetanje za monetizaciju autocesta putem koncesije.

Raspisivanje nadmetanja za Projekt u 2013. godini vjerojatno će imati pozitivan učinak na njegovu ocjenu, budući da trenutno ne postoje ekvivalentni konkurentni projekti na europskim ili globalnim infrastrukturnim tržištima. Ova će mogućnost vjerojatno isteći sljedeće godine, kad bi

se neki drugi projekti koji su trenutno u pripremi mogli pojaviti na tržištu i tako povećati međunarodnu konkurenciju za ulaganja.

Sažeti prikaz uvjeta koncesije

U donjoj tabeli naveden je sažetak ključnih indikativnih parametara koncesijskog pristupa monetizaciji hrvatskih autocesta koji su bitni za MPPI u njegovoj ocjeni i odobrenju konačnog rješenja monetizacije. Kada ih MPPI odobri, ovi će parametri omogućiti polazište za razvoj nadmetanja za dodjelu koncesije. Očekuje se da će se uvjeti koncesije dodatno razmatrati i optimizirati tijekom postupka nadmetanja kako bi se ciljevi MPPI-a uskladili s uvjetima ponuditelja.

Uvjeti koncesije

Transakcija	Koncesija za upravljanje i održavanje autocesta pod upravom HAC i ARZ
Davatelj koncesije	Vlada RH koju zastupa Ministarstvo pomorstva, prometa i infrastrukture (MPPI)
Koncesionar	Društvo posebne namjene (DPN) osnovano od strane Najboljeg ponuditelja
Koncesija	DPN će od Vlade RH dobiti pravo na koncesiju i preuzeti imovinu i djelatnike HAC ONC-a.

<p>Predmetne autoceste</p>	<p>1.024 km postojećih autocesta pod upravom HAC ONC-a (povijesno HAC-a i ARZ-a).</p> <p>(30 km dionica autoceste koje gradi Davatelj koncesije možda će također biti obuhvaćeno Transakcijom).</p>
<p>Opseg koncesije</p>	<p>DPN bit će odgovorno za:</p> <ul style="list-style-type: none"> • naplatu cestarine; • upravljanje te redovno i izvanredno održavanje predmetnih autocesta; i • popratne poslove u vezi s autocestama.
<p>Trajanje koncesije</p>	<p>40 - 50 godina (konačno trajanje koncesije bit će određeno tijekom nadmetanja na temelju ciljne vrijednosti Projekta, uvjeta MPPI-a, te prioriteta ponuditelja)</p>
<p>Naknada za koncesiju</p>	<p>Procjenjuje se u rasponu od 2,4 – 2,9 milijarde EUR za koncesiju u trajanju od 40 godina (DPN će ovu naknadu platiti Davatelju koncesije nakon zaključenja ugovora o koncesiji).</p> <p>Ukoliko bi Vlada RH željela povećati raspon naknade za koncesiju do 3 milijarde EUR, razdoblje koncesije trebalo bi biti produljeno do 50 godina i/ili bi investitorima trebale biti odobrene dodatne mjere smanjenja rizika.</p>

<p>Pravo na prihode od cestarine</p>	<p>DPN će povratiti Naknadu za koncesiju plaćenu za Koncesiju od prihoda od cestarine prikupljenih od Predmetnih autocesta (uvećano za dodatne prihode ostvarene od s tim povezanih usluga u odnosu na autoceste).</p>
<p>Reguliranje cestarine</p>	<p>Davatelj koncesije definirat će transparentan i sveobuhvatan okvir za reguliranje cestarine, koji će:</p> <ul style="list-style-type: none"> • održavati naknade za cestarinu na društveno prihvatljivoj razini; • omogućiti indeksaciju cestarina za inflaciju i omogućiti razumni poticaj za DPN; • uključivati najviše i najniže iznose cestarina; • omogućiti usklađivanje iznosa za vrijeme najgušćeg prometa; • osigurati da prihod od cestarine bude u skladu s EURO Vignette direktivom, kao i ostalim važećim propisima.
<p>Troškovi upravljanja i održavanja</p>	<p>Sve troškove u vezi s autocestama plaćat će DPN.</p>

<p>Povećanje rizika</p>	<p>Davatelj koncesije će u fazi nadmetanja raspraviti i razmotriti mehanizme za povećavanje vrijednosti Transakcije tako što će DPN-u omogućiti:</p> <ul style="list-style-type: none"> • podršku vezano za minimalnu razinu prometa (uz mehanizam podjele prihoda u korist Davatelja koncesije u slučaju većeg prometa od predviđenog); • preuzimanje tečajnog rizika za dio financiranja u EUR <p>Nadalje, Davatelj koncesije može razmotriti mogućnost davanja financijske potpore financijerima za financiranje duga (odnosno otplate određenog dijela duga s pravom prvenstva u slučaju prekida koncesije). Nepružanje potpore bankama može rezultirati pomanjkanjem interesa za financiranjem projekta.</p>
<p>Zaštita od rizika države</p>	<p>Davatelj koncesije će prije nadmetanja razmotriti mogućnost da od MIGA-e (Agencije za multilateralno garantiranje investicija – koja je dio Svjetske banke) zatraži da ponuditeljima omogući da iskoriste svoje pokriće za slučaj "povrede ugovora" (zaštitu od gubitaka nastalih uslijed povrede ili raskida Ugovorne dokumentacije od strane Vlade RH), ukoliko bi to dovelo do općeg smanjenja troškova financiranja za ponuditelje i iz toga proizašlog povećanja Naknade za koncesiju.</p>

<p>Ugovorna dokumentacija</p>	<p>Dokumentacija Transakcije će uključivati (između ostalog):</p> <ul style="list-style-type: none"> • Ugovor o koncesiji u kojem se navode pravni i poslovni uvjeti između Davatelja koncesije i DPN-a; • Tripartitni izravni ugovor koji obuhvaća Davatelja koncesije, DPN i banke financijere, a u kojem će biti navedene okolnosti u kojima financijeri mogu izvršiti “<i>step-in</i>” prava temeljem ugovora o koncesiji u svrhu otklanjanja povreda obveza iz ugovora o koncesiji. • financijsku dokumentaciju kojom se potvrđuje raspoloživost sredstava i dinamika plaćanja Naknade za koncesiju.
<p>Operativni standardi i uvjeti</p>	<p>DPN će upravljati i održavati Predmetne autoceste u skladu s dobrim poslovnim običajima, Ugovornom dokumentacijom i važećim propisima, standardima i odobrenjima.</p>
<p>Financiranje</p>	<p>DPN će biti odgovorno za osiguranje ukupnog financiranja transakcije.</p>
<p>Osiguranje</p>	<p>DPN će održavati standardna osigurateljna pokrića (ukoliko je to primjenjivo).</p>
<p>Refinanciranje</p>	<p>DPN će imati pravo refinanciranja svojih sporazuma o financiranju pomoću vlastitog i tuđeg kapitala. Postupci refinanciranja bit će navedeni u Ugovornoj dokumentaciji, a bilo kakva zarada od refinanciranja podijelit će se s Davateljem koncesije.</p>

Zadržavanje djelatnika	Davatelj koncesije i DPN ugovorit će privremeno razdoblje za zadržavanje djelatnika.
Uvjeti povrata	Po isteku Trajanja koncesije, DPN će prenijeti Predmetne autoceste na Davatelja koncesije bez ikakvih zaduženja te u odgovarajućem stanju koje će biti navedeno u Ugovornoj dokumentaciji.

Postupak i vremenski raspored nadmetanja

Cilj postupka nadmetanja je osigurati transparentnost, omogućiti tržišni mehanizam za odabir najbolje ponude, te potaknuti interes među raznim potencijalnim ponuditeljima. Predlaže se dodjela koncesije putem pregovaračkog postupka u tri stadija sa sljedećim glavnim fazama: 1) pretkvalifikacija; 2) dijalog s natjecateljima; te 3) podnošenje ponuda. Struktura i postupak bit će provedeni u skladu s međunarodnim standardima.

Nakon odabira i odobrenja ciljne strukture monetizacije od strane Vlade RH, Savjetnik će bez odlaganja započeti s radom na pripremi i provedbi Nadmetanja sa sljedećim indikativnim vremenskim rasporedom:

- dostava odobrenja Vlade RH Savjetniku lipanj/srpanj 2013.
- sastavljanje dokumentacije za nadmetanje kolovoz 2013.
- odobrenje nadmetanja od strane MPPI-a kolovoz 2013.
- raspisivanje nadmetanja rujan 2013.
- pretkvalifikacija studeni 2013.
- izbor kvalificiranih ponuditelja studeni 2013.
- podjela nacрта ugovora o koncesiji studeni 2013.

- dijalog s natjecateljima – 1. dio prosinac 2013.
- podjela neobvezujućeg ugovora o koncesiji veljača 2014.
- podnošenje neobvezujućih ponuda veljača 2014.
- dijalog s natjecateljima – 2. dio ožujak 2014.
- podjela konačnog ugovora o koncesiji svibanj 2014.
- podnošenje konačnih ponuda svibanj 2014.
- odobrenje najboljeg ponuditelja od strane MPPI-a lipanj 2014.
- objava najboljeg ponuditelja lipanj 2014.
- komercijalno zaključenje srpanj 2014.
- financijsko zaključenje rujanj 2014.
- financijska isplata listopad 2014.

Postupak službenog nadmetanja trebao bi trajati od 9 do 12 mjeseci. Ukoliko Vlada odobri predloženi plan monetizacije već u lipnju 2013. godine, transakcija bi realno mogla biti zaključena u srpnju 2014. godine (pod pretpostavkom potpune suradnje od strane Vlade RH u postupku nadmetanja).

Zaključak

Predlaže se da Vlada RH odobri predloženu opciju monetizacije putem dodjele koncesije i naloži Savjetniku da nastavi s provedbom u skladu s gore navedenim rasporedom. Čini se da koncesijski pristup najbolje ispunjava definirane ciljeve Vlade RH, ima potencijal za ostvarivanje najveće ukupne vrijednosti za Vladu RH, te je zadobio snažnu podršku potencijalnih investitora.

3. Ciljevi monetizacije

Ciljevi Vlade RH u odnosu na monetizaciju navedeni su u početnom stadiju procjene alternativnih opcija monetizacije. Ciljevi su određeni na temelju: a) radionice o ciljevima projekta koja je održana u MPPI 14. veljače 2013. godine; te b) nacrta odluke Vlade RH o "Provedbi monetizacije infrastrukture autocesta u Hrvatskoj", klasa: 080-01/13 01/16, ur.broj: 530-01-13-1. Nastali popis ciljeva omogućio je opći okvir i smjernice za određivanje i ocjenu alternativnih opcija monetizacije.

Povećanje dohotka od infrastrukture autocesta s naplatom cestarine

Glavni cilj Vlade RH je ostvariti najveću moguću financijsku vrijednost za Republiku Hrvatsku u svrhu jačanja državnog proračuna / otplate dijela državnog duga. To bi se postiglo u obliku izravnih gotovinskih plaćanja Vladi RH (ili odgovarajućem državnom tijelu) ili otplate nepodmirenih dugova HAC-a i ARZ-a u cijelosti ili djelomično.

Troškovi upravljanja i održavanja

Poželjno je da upravljanje i održavanje mrežom autocesta bude prebačeno na investitore. Ukoliko bi upravljanje infrastrukturom autocesta bilo uključeno u postupak monetizacije, ono će morati biti provedeno u skladu sa standardima razine usluga koje odredi Vlada RH. Međutim, ukoliko bi ovaj cilj imao značajan nepovoljan učinak na kratkoročno smanjenje državnog duga kako je opisano pod gornjim točkama 1. i 2, Vlada RH će razmotriti mogućnost podmirenja ovih troškova iz državnog proračuna.

"Vanbilančna" EUROSTAT klasifikacija

Financijska transakcija trebala bi se statistički klasificirati "vanbilančno" u skladu s važećim Eurostat propisima.

Rok za plasiranje

Prihode/koristi od transakcije trebalo bi radije realizirati kratkoročno (2014.) nego tijekom duljeg razdoblja.

Trajanje transakcije

Trajanje monetizacije bit će određeno u skladu s važećim propisima.

Izvori prihoda

Investitori bi svoje prihode trebali ostvarivati od korištenja infrastrukture autocesta (cestarine, prihodi od pomoćnih usluga, objekata i drugi prihodi od poslovanja), dok postojeća naknada za financiranje izgradnje i održavanja autocesta u iznosu od 0,60 HRK po litri goriva od trošarine neće biti predmetom transakcije.

Zadržavanje državnog vlasništva

MPPI temeljnu imovinu u transakciji kao što su autoceste, povezana infrastruktura i zemljište smatra ključnom strateškom imovinom Republike Hrvatske koja neće biti privatizirana. To ne isključuje promjene "gospodarskog vlasništva" kojima bi se investitorima omogućilo da povrate svoja ulaganja od prihoda ostvarenih pomoću autocesta.

Razmatranje mjera za povećanje vrijednosti

Vlada RH će razmotriti mogućnost povećavanja vrijednosti i provedivosti transakcije pomoću mjera kao što su državna zaštita od rizika (MIGA jamstva), jamstvo za minimalnu razinu prometa, zaštita od deviznih rizika, zaštite duga s pravom prvenstva, itd. Ovim bi se mjerama pristupilo individualno, te bi iste također bile odobrene individualno na temelju analize njihovih troškova i koristi.

Preuzimanje deviznog rizika

Vlada RH bi preuzela nastali devizni rizik HRK/EUR ili HRK/USD ukoliko bi provođenje transakcije u cijelosti ili djelomično u stranoj valuti imalo pozitivan učinak na Naknadu za koncesiju i/ili provedivost transakcije.

Zadržavanje djelatnika

Ukoliko bi investitor preuzeo kontrolu nad upravljanjem i održavanjem autocesta, Vlada RH može zatražiti zadržavanje postojeće razine djelatnika u HAC-u i ARZ-u tijekom određenog razdoblja.

Nova kapitalna ulaganja

Dionice mreže autocesta koje su još u izgradnji ili je njihova izgradnja u planu financirat će se iz državnog proračuna, pri čemu investitorima neće biti nametnute nikakve financijske obveze.

Reguliranje cestarine

Vlada RH će zadržati kontrolu nad određivanjem društveno prihvatljivih razina cestarine. Vlada RH će tijekom postupka nadmetanja za Projekt odlučiti o budućem reguliranju naknada za cestarinu.

Pravni okvir

Vlada RH će podržati manja usklađenja postojećeg pravnog okvira ukoliko bi takva usklađenja bila korisna za transakciju.

Opseg temeljne mreže autocesta

Transakcijom će biti obuhvaćena cjelokupna infrastruktura autocesta s naplatom cestarine pod upravom HAC-a i ARZ-a koja se sastoji od sljedećih dionica autocesta:

- A1 Bosiljevo - Split - Vrgorac 400 km
- A3 Bregana - Zagreb - Lipovac 307 km
- A4 Zagreb - Goričan 97 km
- A5 Osijek - Đakovo - Sredanci 56 km
- A6 Zagreb (Lučko) - Rijeka (Grobnik) 146 km

- A7 Matulji - Rupa 18 km

pri čemu je moguće da će sljedeći dijelovi koji su trenutno u izgradnji biti uključeni u monetizaciju, a koji se sastoje od:

- A1 Vrgorac - Ploče 11 km
- A5 Sredanci - BH 3 km
- A10 granica s BiH - Metković - Ploče 7,5 km
- A11 Zagreb - Lekenik 30 km

4. Opcije monetizacije

4.1 Razmotrene opcije

Sljedeće opcije monetizacije određene su i ocijenjene u postupku pronalaženja odgovarajuće mogućnosti monetizacije:

- koncesija / zakup;
- obveznice osigurane prihodom od cestarine;
- ugovor o upravljanju;
- privatizacija autocesta;
- privatizacija operatera autocesta.

Koncesija/zakup

Koncesija je sporazum temeljem kojeg tijelo vlasti dodjeljuje određena prava građenja, financiranja, održavanja i upravljanja infrastrukturom u određenom razdoblju. Vlasniku koncesije pripada naknada u obliku pristojbe koju plaćaju korisnici usluge i/ili tijelo vlasti.

Ugovor o zakupu razlikuje se od uobičajene koncesije po tome što temeljnu infrastrukturu ne gradi zakupnik, već je omogućuje tijelo vlasti koje je općenito odgovorno za financiranje njezine izgradnje. Zakupnik, koji pritom dobiva isključivo pravo pružanja usluge, dobiva naknadu od korisnika i plaća tijelu vlasti Naknadu za koncesiju koja odgovara neto sadašnjoj vrijednosti buduće dobiti ostvarene pomoću infrastrukture u zakupu. Glavni ciljevi koncesija / zakupa autocesta su optimiziranje troškova životnog ciklusa i kvalitete temeljne infrastrukture.

Ugovori o koncesiji / zakupu autocesta uglavnom se financiraju pomoću vlastitog i tuđeg kapitala. Tipični investitori vlastitog kapitala uključuju infrastrukturne fondove, građevinske tvrtke i u ograničenoj mjeri također mirovinske fondove. Tuđi kapital uglavnom se pribavlja putem kredita banaka, a povremeno također i izdavanjem obveznica.

Obveznice osigurane prihodom od cestarine/Sekuritizacija primitaka od naplate cestarina

U transakcijama sekuritizacije prihoda ili imovine, tražbine ili imovina koriste se kao jamstvo za ulaganja trećih osoba. Na temelju tog jamstva, financijski instrumenti kao što su obveznice prodaju se i podupiru pomoću novčanog toka ili vrijednosti temeljne imovine.

Postojeće autoceste s već postojećim tijekom prihoda od cestarine mogu se sekuritizirati za nominalni iznos koji odgovara neto sadašnjoj vrijednosti budućih prihoda od cestarine ostvarenih pomoću temeljne infrastrukture.

Sekuritizacija uglavnom poprima oblik "obveznica osiguranih prihodom od cestarine" (ili programa obveznica) izdanih od strane zajmoprimca i otplaćenih pomoću budućih prihoda ostvarenih od autocesta pod upravom HAC-a i ARZ-a. Za naplatu cestarine, kao i upravljanje i održavanje autocesta zajedno sa svim troškovima nastalima u okviru tih djelatnosti, i dalje bi bila odgovorna društva u državnom vlasništvu HAC i ARZ (ili HAC ONC).

Glavni cilj sekuritizacije primitaka od naplate cestarina bio bi ostvarivanje nominalnog iznosa koji je jednak sadašnjoj vrijednosti budućeg prihoda od cestarina.

Obveznice uglavnom privlače institucionalne investitore kao što su domaći i strani mirovinski fondovi, osiguravajuća društva i banke, te bi također mogle biti strukturirane kao maloprodajni bankovni proizvod.

Ugovor o upravljanju

Ugovori o upravljanju zaključuje se radi povjeravanja usluga upravljanja imovinom autocesta vanjskim izvođačima. Ugovor o upravljanju imovinom temelji se na kriterijima učinka, pri čemu sve cestovne karakteristike održavaju u skladu s nizom unaprijed određenih rezultata.

Sukladno ugovoru o upravljanju, operater prikuplja prihod u ime Vlade RH i pripada mu ugovorena naknada za upravljanje.

Glavni cilj ugovora o upravljanju je smanjenje troškova i poboljšanje opće učinkovitosti upravljanja i održavanja autoceste.

Ugovori o upravljanju uglavnom privlače specijalizirane upravitelje infrastrukture kao što su Intertoll, EGIS, Asfinag, itd.

Privatizacija autocesta

Privatizacija autocesta izravno je isključena za vrijeme "sjednice za određivanje ciljeva" zbog jasnog uvjeta MPPI-a da infrastruktura hrvatskih autocesta, kao i kontrola nad regulacijom prometa i razinama cestarina mora ostati u državnom vlasništvu.

Privatizacija operatera autocesta

Privatizacija (uključujući moguću inicijalnu javnu ponudu) HAC-a i/ili ARZ-a ili njihovog slijednika za naplatu cestarine i upravljanje i održavanje HAC ONC-a razmotrena je i odbačena pod pretpostavkom da bi MPPI svejedno morao zaključiti konačni ugovor o koncesiji s privatiziranim društvom, zbog čega bi se bit transakcije na kraju opet svela na koncesiju. Nadalje, ova bi opcija trebala biti uzeta u obzir ako bi Vlada RH bila spremna prepustiti više kontrole nad određivanjem cestarina i regulacijom prometa.

4.2 Kriteriji procjene

Na temelju definiranih ciljeva monetizacije definirano je šest kriterija za ocjenu i prioritizaciju identificiranih opcija monetizacije sa stajališta Vlade RH:

Potencijalni prihodi

MPPI očekuje da će od transakcije ostvariti znatan iznos prihoda i na taj način smanjiti opterećenje proračuna i djelomično ili u potpunosti otplatiti postojeći dug vezan za HAC i ARZ. Stoga će se preferirati strukture monetizacije koje nude veće jednokratne prihode.

Vanbilančna klasifikacija

Odabrana struktura monetizacije mora biti u skladu s "vanbilančnom" klasifikacijom prema EUROSTAT-u.

Zadržavanje kontrole države

Temeljna infrastruktura (zemljište, ceste), kao i kontrola nad regulacijom prometa i određivanjem cestarina, mora ostati u vlasništvu Republike Hrvatske.

Rok za plasiranje

Transakcija utemeljena na odabranoj strukturi monetizacije treba biti izvršena čim prije moguće kako bi došlo do zaključenja transakcije do sredine 2014.

Društvena prihvaćenost

Odabrana struktura monetizacije trebala bi svesti na minimum sporove između njezinih vanjskih nositelja interesa (sindikata, tiska, oporbe, političara, itd.)

Dugoročni učinak na proračun

MPPI treba razmotriti odnos između kratkoročnog i dugoročnog učinka alternativnih struktura monetizacije na državni proračun. Monetizacijske strukture koje predviđaju dugoročni učinak putem optimizacije operativne učinkovitosti autocesta će biti preferirane.

4.3 Ocjena opcija monetizacije

Tri glavne opcije monetizacije ocijenjene su u odnosu na definirane kriterije:

	Koncesija/zakup	Sekuritizacija cestarina	Ugovor o upravljanju
Potencijal ostvarivanja prihoda	Visok (dugoročno) (Sadašnja vrijednost budućih cestarina umanjena za troškove upravljanja i održavanja)	Visok (kratkoročno) (Sadašnja vrijednost budućih cestarina)	Nizak (ušteta na troškovima upravljanja i održavanja tijekom ugovornog razdoblja)

Vanbilančna klasifikacija	Da (Strukturu treba uskladiti s Eurostat zahtjevima)	Da (Strukturu treba uskladiti s Eurostat zahtjevima)	Da (Eurostat pravila nisu primjenjiva u ovom slučaju)
Zadržavanje državnog vlasništva	Da (Samo "ekonomsko vlasništvo" će biti prenijeto na investitore)	Da (Ne utječe na postojeće vlasničke odnose)	Da (Ne utječe na postojeće vlasničke odnose)
Vrijeme za izlazak na tržište	9 – 12 mjeseci (Dugotrajan postupak due diligencea i dijaloga s natjecateljima)	6 – 12 mjeseci (Potrebno vrijeme za vrednovanje i marketing obveznice)	6 - 9 mjeseci (Relativno jednostavan postupak nadmetanja)
Društvena prihvatljivost	Umjeren rizik (npr. izvjesno protivljenje sindikata radi smanjenja radnih mjesta)	Nizak rizik (nema utjecaja na razinu zaposlenosti u HAC-u i ARZ-u)	Umjeren rizik (npr. izvjesno protivljenje sindikata radi smanjenja radnih mjesta)
Dugotrajni proračunski učinci	Pozitivni (Optimizacija operativne učinkovitosti autocesta)	Neutralni (Troškove upravljanja i održavanja plaća država, nema povećanja učinkovitosti)	Pozitivni (Optimizacija operativne učinkovitosti autocesta)

Ocjena je dovela do sljedećih zaključaka:

- Dvije opcije monetizacije koje najbolje odgovaraju definiranim ciljevima MPPI-a su: a) koncesija / zakup autocesta; i b) sekuritizacija primitaka od naplate cestarina:
- Sa stajališta MPPI-a, sekuritizacijom primitaka od naplate cestarina kratkoročno bi se ostvarili najveći prihodi, ali bi za troškove upravljanja i održavanja ostala zadužena društva u državnom vlasništvu. Koncesija bi dugoročno donijela najveću vrijednost;

- Budući da u svijetu postoji tek ograničen broj usporedivih transakcija, realizacija opcije sekuritizacije primitaka od naplate cestarina i opcije koncesije obuhvaćala bi jedinstvene transakcije koje se ne temelje na opsežnim podacima o sličnim transakcijama;
- Uspješna realizacija bilo koje opcije ovisit će o organizacijskoj spremnosti MPPI-a, odnosno: a) koji bi subjekti, ako uopće, bili podvrgnuti koncesiji / zakupu; odnosno b) tko bi bio zajmoprimac u slučaju sekuritizacije primitaka od naplate cestarina;
- Naposljetku, opcija koncesije i opcija sekuritizacije primitaka od naplate cestarina podvrgnute su ispitivanju tržišta kod potencijalnih investitora i financijskih ustanova kako bi se procijenila njihova provedivost.

5. Rezultati ispitivanja tržišta

Svrha ispitivanja tržišta je bila dobiti povratne informacije od znatnog uzorka potencijalnih investitora o odabrane dvije opcije koje su najsukladnije ciljevima MPPI-a:

- koncesija (zakup),
- obveznice osigurane prihodom od cestarine,

i dalje ostavljajući otvoren prostor sudionicima ispitivanja tržišta da predlože dodatna rješenja.

Ispitivanje tržišta se temeljilo na Memorandumu ispitivanja tržišta koje je, osim socioekonomskih podataka, te opisa projekta i opcije, također uključivalo popis pitanja podijeljenih u tri kategorije i usmjerenih i na strateška i na tehnička projektna pitanja. Opća pitanja su postavljena svim ispitanicima te su testirala njihovo opće zanimanje za područje Hrvatske i sam Projekt. Dvije dodatne skupine pitanja su bile usmjerene na ispitanike koji su potencijalno zainteresirani za jednu od dvije glavne projektne opcije (obveznice osigurane prihodom od cestarine ili koncesija) te su ispitivala njihovu priželjkivanu strukturu transakcije i parametre.

Distribucija Memoranduma ispitivanja tržišta započela je 16. travnja 2013. pri čemu je rok za dostavu odgovora bio 3. svibnja 2013. Zbog povećanog interesa ispitanika i više upita za dodatno vrijeme za analizu Projekta i daljnje razmatranje njegovih specifičnih aspekata, izvorni rok za dostavu odgovora produžen je za tjedan dana, do 10. svibnja 2013.

Uzorak tvrtki koje su bile uključene u ispitivanje tržišta sadržavao je i lokalne i međunarodne subjekte iz sljedećih kategorija:

- Multilateralne banke;
- Komercijalne banke;
- Sudionici na tržištu dužničkog kapitala;
- Mirovinski fondovi;

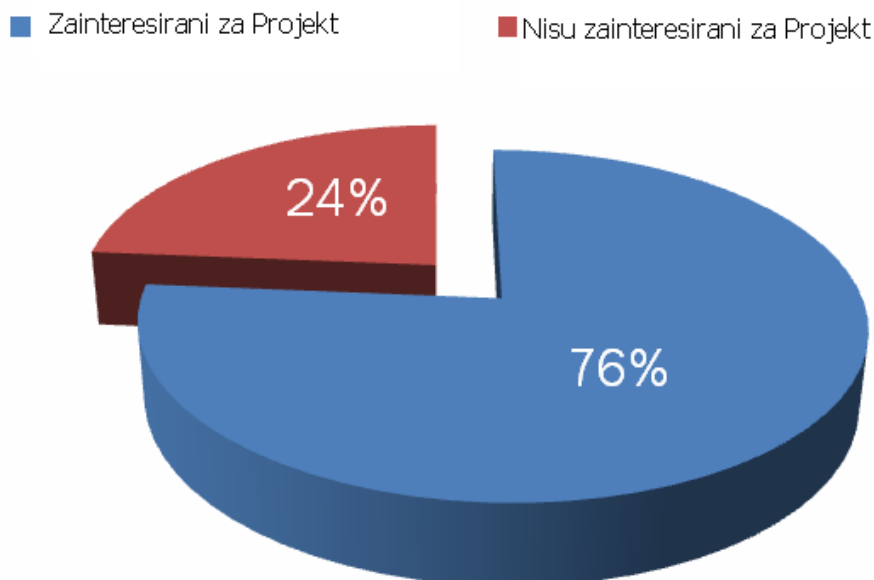
- Osiguravajuća društva;
- Infrastrukturni fondovi;
- Građevinske tvrtke (koje ulažu u kapital);
- Operateri autocesta.

Osim pismenih odgovora, naknadno je održano više telekonferencija s odabranim ispitanicima kako bi se Projekt objasnio, pojasnio i detaljnije raspravio.

5.1 Statistika ispitivanja tržišta

Povratne informacije o Projektu su zatražene od ukupno 60 subjekata. Do 10. svibnja 2013. je zaprimljeno 38 odgovora, od čega:

- 29 ispitanika je bilo zainteresirano za Projekt;
- 9 ispitanika nije bilo zainteresirano za Projekt.



Nekoliko sudionika je također iskoristilo svoje povratne informacije od ispitivanja tržišta da istaknu prednosti svog društva i iskustvo naglašavajući svoje jako zanimanje za Projekt. (Dodatne tvrtke su odgovorile i nakon roka 10. svibnja 2013.)

Vrlo visoka stopa odgovora koja premašuje 60% potvrdila je da je Projekt pobudio značajan interes na tržištu. Analiza primljenih odgovora omogućila je solidnu osnovu za strukturiranje izvedivog rješenja monetizacije.

5.2 Rezultati ispitivanja tržišta

Opće povratne informacije

Hrvatska se općenito smatra privlačnim tržištem za infrastrukturna ulaganja

Većina ispitanika je odgovorila da je Hrvatska privlačna zemlja za infrastrukturna ulaganja. Usprkos trenutnom lošem državnom kreditnom rejtingu, političko okruženje se smatra stabilnim te se na prisutnost međunarodnih grupacija i investitora u Hrvatskoj gleda kao na znak stabilnosti poslovnog okruženja. Općenito se očekuje da će privlačnost zemlje dalje narasti s pristupanjem Hrvatske EU. Uslijed ograničenog broja prilika za infrastrukturna ulaganja u zemlji bilo bi važno osigurati pažljivu i transparentnu strukturu transakcije i regulatorni režim kako bi se ohrabрили potencijalni investitori da ulože svoje vrijeme i resurse u nadmetanje za Projekt.

Hrvatske autoceste se smatraju jednom od malobrojnih dostupnih „kvalitetnih“ i velikih infrastrukturnih prilika na trenutnom europskom tržištu

Ispitanici su uglavnom pokazali znatan trenutni interes za ulaganje u infrastrukturu. Europsko tržište u 2013. ne pruža dovoljno prilika za značajno dugoročno ulaganje. U tom se pogledu hrvatske autoceste nedvosmisleno smatraju jednom od malobrojnih „kvalitetnih“ prilika značajne veličine koje bi mogle biti dostupne za ulaganje u 2013.-2014. Neki investitori su također istaknuli da bi se to razdoblje prilike moglo izgubiti od sredine 2014. nadalje budući da se drugi infrastrukturni projekti trenutno nalaze u ranim fazama pripreme te će se vjerojatno naći na tržištu u sljedećih godinu do dvije.

Ispitanici su hrvatsku mrežu autocesta HAC-a i ARZ-a ocijenili dobrom dugoročnom prilikom za ulaganje s relativno stabilnim priljevom prihoda (prihod od cestarine). Privlačnost također leži i u činjenici da Projekt obuhvaća većinu cestovne mreže visoke razine te se građevinski rizik odnosi samo na obnovu zastarjele infrastrukture. (Istovremeno, samo nekoliko investitora koji pripadaju građevinskim tvrtkama nije bilo zainteresirano za Projekt zbog izostanka elementa značajnih građevinskih radova).

Koncesija se smatra preferiranom opcijom monetizacije

Većina ispitanika je prednost dala koncesiji pred obveznicama osiguranima prihodima od cestarine. Također, neki ispitanici koji bi pojedinačno prednost dali obveznicama osiguranima prihodima od cestarine su priznali na temelju nedavnih razgovora sa svojim poslovnim partnerima da bi tržište vjerojatno pokazalo veću potražnju za koncesijom. Također je rečeno da u Europi postoji ograničeno iskustvo u izdavanju infrastrukturnih vrijednosnih papira osiguranih prihodima. U skladu s tim, čini se da koncesija privlači više interesa na tržištu i povlači za sobom manji provedbeni rizik nego opcija s obveznicama osiguranima prihodima od cestarine te bi stoga činila preporučljiviji pristup monetizaciji.

Koncesija

Planirani opseg koncesije je u skladu sa zanimanjem investitora

Većina ispitanika smatra da se za mrežu autocesta HAC-a i ARZ-a (ukupne duljine 1.024 km) može raspisati nadmetanje za jednu koncesiju. Navodi se da opseg te transakcije osigurava dovoljno prostora za postizanje ekonomije razmjera u upravljanju i održavanju. (Svega je nekoliko ispitanika predložilo podjelu projekta na dva jednaka dijela ili isključivanje iz projekta manje profitabilnih cesta radi povećanja apetita tržišta. Jedna od predloženih alternativa je dodjela koncesije nad dionicom A3 autoceste Ivanja Reka – Bajakovo za koju je vjerojatno da će donositi 50-70% prihoda ukupne HAC i ARZ mreže.) Na temelju nedavnog iskustva s „privatizacijom“ turskih cesta, neki ispitanici su naveli da će tržište biti opreznije prilikom sljedeće slične transakcije. Potrebno je uvjeriti tržište u podršku i predanost Vlade RH ovom Projektu u svim fazama postupka nadmetanja (razdoblja pripreme, nadmetanja, ocjene i dodjele).

Investitori preferiraju duža razdoblja koncesije

Ispitanici u pravilu preferiraju duža koncesijska razdoblja. Razdoblje od 40-50 godina bi se moglo smatrati prikladnim prosjekom tržišnih preferencija. Mirovinski fondovi kao potencijalni investitori bi osobito bili nezadovoljni s rokom otplate od 30 godina ili kraćim. Nekolicina ispitanika je preferirala duge rokove otplate do 99 godina. Međutim, nakon 50-60 godina rastuća diskontirana vrijednost transakcije postaje beznačajna te bi stoga produljenje razdoblja koncesije dulje od toga imalo zanemariv utjecaj na vrijednost koncesije.

Preferirana valuta koncesije je euro

Gotovo svi ispitanici su dali prednost provođenju transakcije koncesije u eurima. Zanimanje za financiranje u kunama je bilo ograničeno na mirovinske fondove.

Investitori mogu preuzeti prometni rizik na autocestama

Ispitanici smatraju da bi investitori u pravilu bili sposobni preuzeti prometni rizik. Kako bi prihvatili taj prometni rizik, investitori će morati biti uvjereni da je struktura tarifa transparentna, predvidiva i po mogućnosti izražena pomoću formule. Međutim, potpuni prijenos prometnog rizika na investitore bi vjerojatno imao bitan nepovoljan učinak na diskontnu stopu koji će se primjenjivati na prognozu prihoda od cestarine. Većina ispitanika je smatrala određenu podršku Vlade RH važnom za postizanje značajnijih razina ocjene vrijednosti.

Predložena podrška Davatelja koncesije Projektu

Ispitanici su predložili da u okviru nadmetanja za koncesiju Davatelj koncesije razmotri pružanje podrške izvedivosti i procjeni Projekta pomoću sljedećih mjera:

- **Preuzimanje deviznog rizika**

Ispitanici su općenito zahtijevali da devizni rizik (barem djelomice) snosi Davatelj koncesije (financijski kapacitet lokalnog tržišta je premali da bi mogao pokriti financiranje znatnog dijela Projekta) Ograničavanje rizika HRK/EUR ili HRK/USD od strane samih investitora moglo bi biti troškovno neučinkovito zbog vrlo ograničene veličine stranog deviznog tržišta u

kunama. Ograničenja rizika u pogledu valute mogu se ishoditi na maksimalno razdoblje od 24 mjeseca i u vrlo malom opsegu.

- **Jamstvo minimalne razine prometa**

Većina ispitanika je zahtijevala da Davatelj koncesije podrži Projekt nekom vrstom „jamstva minimalne razine prometa“ kako bi se ublažila neizvjesnost dugoročnih prognoza prometa. Bez ove zaštite primijenjena diskontna stopa na predviđene prihode od cestarine bi značajno smanjila ciljanu procjenu vrijednosti Projekta.

- **Definiran mehanizam reguliranja cestarine**

Kako bi se uskladili interesi Davatelja koncesije da zadrži kontrolu nad određivanjem cestarine (uglavnom na društveno prihvatljivim razinama) sa zahtjevom investitora za upravljanje rizikom prihoda od cestarina na autocesti, potrebno je da bude jasno definiran mehanizam reguliranja cestarine. To bi uključilo mehanizam indeksacije kojim se cestarina prilagođava inflaciji, koji omogućava investitorima da zarade prihvatljive marže i osiguraju prostor za smanjenja ili povećanja cestarine u skladu s konkretnim uvjetima na autocestama. Ako se struktura tarifa može barem djelomično povezati s tečajem eura za kunu, i to tako da tarifa raste u lokalnoj valuti ako valuta deprecira, to bi omogućilo ograničenje rizika financiranja i značajno smanjilo rizik te sveukupno ovo ulaganje učinilo mnogo privlačnijom prilikom za investitore u kapital. Dobro određen mehanizam plaćanja podiže sposobnost prognoze budućih prihoda od cestarine, što bi također moglo imati povoljan učinak na vrijednost transakcije. Ukoliko mehanizam reguliranja cestarine bude omogućio pregovore o određivanju tarife između DPN-a i Davatelja koncesije, postupak pregovora također će morati biti jasno definiran.

- **Otplata duga s pravom prvenstva u slučaju kršenja koncesije**

Potencijalni vjerovnici (komercijalne banke) su predložili da se otplata duga s pravom prvenstva zajedno s pravima preuzimanja u slučaju kršenja koncesije razmotri u pripremi nadmetanja. Očekuje se da će Projekt financirati uglavnom kroz kredite komercijalnih banaka što će imati za posljedicu niže marže dugovanja i posljedično višu vrijednost Projekta.

Nekoliko ispitanika je predložilo da se razmotri predviđanje zaštite povrata kapitala za sve slučajeve osim raskida zbog kršenja od strane DPN-a.

- **Monopolistička priroda imovine**

Obveza Vlade RH da neće započinjati konkurentske cestovne projekte (s nepovoljnim utjecanjem na isplativost Projekta) bi imala pozitivan učinak na određivanje prometnog rizika i predviđanje prihoda te stoga i na vrijednost transakcije. (Međutim, učinak jamstva za nekonkurentske ceste možda ne bi bio nužan budući da već postoji jamstvo minimalne razine prometa.)

- **Promjene zakona / poreza**

Ispitanici promjene zakona i poreznog sustava smatraju bitnim rizikom kojim ne može upravljati DPN. Tražit će se da se u koncesijski ugovor uključi naknada za svaki nepovoljan učinak promjena zakonodavstva i poreznih rješenja.

Sposobnost optimiziranja poslovanja koncesijskog društva (HAC ONC)

Ispitanici bi htjeli zadržati maksimalnu fleksibilnost u unaprjeđenju učinkovitosti operatera autocesta (HAC ONC) ili biti u mogućnosti da odrede svog vlastitog operatera na temelju svojih vlastitih potreba. Minimalni zahtjevi bi trebali vrijediti za zadržavanje postojećeg osoblja i održavanje ostalih kadrovskih i operativnih troškova. Ispitanici su također istaknuli da nije bilo zahtjeva za zadržavanje postojećeg osoblja u novijim sličnim projektima (npr. turska privatizacija cesta).

Potrebno je provesti standardno nadmetanje za koncesiju

Potrebno je usvojiti standardni postupak dodjele koncesije u skladu s međunarodnom najboljom praksom. Posebnu pozornost treba posvetiti davanju ponuditeljima dovoljno vremena za dubinsko ispitivanje i pružanju maksimuma dostupnih informacija (npr. putem sobe podataka).

Dokumentacija za nadmetanje također treba slijediti međunarodne standarde. To bi također omogućilo uključivanje međunarodnih financijskih institucija (EBRD, IFC i MIGA) u Projekt.

Uključivanje međunarodnih financijskih institucija

Uključivanje međunarodnih financijskih institucija u Projekt osigurava povećanu financijsku likvidnost, smanjenje rizika te je znak kvalitete Projekta za investitore.

EBRD i IFC su potvrdili svoje zanimanje za sudjelovanje u financiranju projekta. MIGA bi razmotrila izdavanje jamstva za rizik ulaganja u zemlju kako bi se povećao rejting Projekta za investitore koji inače ne bi ulagali u tržišta s lošim rejtingom. (EIB ne bi sudjelovao budući da se uključuje samo u financiranje novih projekata izgradnje, renoviranja ili obnove postojeće infrastrukture.)

Uključivanje međunarodnih financijskih institucija je u pravilu uvjetovano jasnom definicijom prednosti projekta (ekonomskim, društvenim, ekološkim, itd.) i njihovim ranim uključivanjem u strukturiranje financiranja Projekta. One osiguravaju svoje financiranje uglavnom bez isključivanja svim ponuditeljima koji uđu u uži izbor.

Daljnji prijedlozi

- Sudjelovanje svih sudionika (jasan komunikacijski proces) prije i tijekom postupka nadmetanja
- Fleksibilnost u pogledu potencijalne strukture i realistični vremenski rokovi koji ostavljaju dovoljno prostora za dubinsko ispitivanje
- Dobro definirane odredbe koncesijskog ugovora o raskidu
- Transparentnost povijesnih podataka i budućih financijskih i drugih obveza (pristup sobi podataka)
- Osiguravanje dovoljno vremena kako bi se omogućilo da tržište pristupi raznovrsnim izvorima nadređenog financiranja (komercijalne banke, obveznice, itd.)
- Zahtijevanje razumnog iznosa jamstava u postupku nadmetanja
- Vlada RH ne bi smjela postaviti minimalni vlasnički udio u strukturi financiranja

- Mehanizam određivanja tarife cestarina treba biti jasno opisan u koncesijskom ugovoru
- Standardi ispunjenja koje Vlada RH zahtijeva od DPN-a ne bi trebali biti viši od nego kod ostalih operatera autocesta u zemlji.

Ostale napomene

U mogućnosti koncesije se očekuje tipična struktura s određenim iznosom kapitala koji će financirati DPN, a preostali dio bi se financirao kreditima komercijalnih banaka i financiranjem međunarodnih financijskih institucija (kredit, obveznice). Očekivani omjer kapitala i duga $[\text{KAPITAL}/(\text{DUG} + \text{KAPITAL})]$ se uglavnom kreće u rasponu između 20% i 40%. Primijećeno je da će odnos kapital/dug ovisiti o poticajnim mjerama koje omogući Vlada RH što bi smanjilo potreban iznos kapitala. Bez bilo kakve podrške Vlade RH udio vlasničkog kapitala zahtijevan od komercijalnih banaka može premašiti 40%. Stavljanje na raspolaganje jamstava Vlade RH koja pokrivaju glavne rizike (promet, nadređeni dug, tečajni rizik, itd.) može smanjiti zahtjev za vlasničkim kapitalom prema razini projekata kod kojih postoji (ili se čini da postoji) plan plaćanja (ispod 20%). Također je naglašeno da bi struktura projekta trebala omogućavati uključivanje međunarodnih financijskih institucija koje su igrale ključnu ulogu u financiranju nedavnih velikih infrastrukturnih projekata u Europi.

Na temelju primljenih povratnih informacija od tržišta može se zaključiti da lokalno tržište ne bi bilo u stanju u cijelosti pokriti financiranje projekta i da bi lokalno sudjelovanje u financiranju projekta bilo relativno slabo. Nekoliko ispitanika je izjavilo da su u stanju u potpunosti sami pokriti iznos kapitala ili njegov značajan dio.

Razina usklađivanja prihoda od cestarina prilikom određivanja vrijednosti transakcije od strane ponuditelja bitno će se odnositi na pružanje jamstva Vlade RH za minimalne razine prometa. Na temelju primljenih saznanja diskontna stopa pri predviđanju prihoda može biti 10-30% u slučaju barem djelomičnih jamstava Vlade RH. U slučaju da ne budu ponuđena nikakva jamstva, diskont će najvjerojatnije premašiti 30%.

Obveznice osigurane prihodom od cestarine

Svega nekoliko ispitanika je davalo prednost obveznicama osiguranima prihodima od cestarine

Svega nekoliko ispitanika je iskazalo svoju naklonost prema rješenju s obveznicama osiguranima prihodima od cestarine za monetizaciju. Također, neki ispitanici koji bi u pravilu preferirali opciju s obveznicama osiguranima prihodima od cestarine su potvrdili na temelju nedavnih razgovora sa svojim poslovnim partnerima da tržište jasno pokazuje veću potražnju za koncesijom.

Dostupni rokovi otplate obveznica su kraći od rokova otplate koncesije

Svi ispitanici su preferirali rokove otplate obveznica od 10-15 godina (dugoročne obveznice) uslijed ograničene dostupnosti takvih instrumenata ulaganja na tržištu. Budući da niti hrvatska tijela niti sama Vlada RH nema nepodmirena dugoročna (više od 12 godina) dugovanja na tržištima kapitala, bilo bi teško postići dulje rokove otplate za obveznice osigurane prihodima od cestarine, barem u početku.

Kapacitet lokalnog tržišta obveznica

Iz primljenih odgovora se može zaključiti da bi u slučaju znatne tržišne kampanje i pružanja mjera za smanjenje rizika od strane Vlade RH bila određena ograničena lokalna potražnja. Ukupni obujam bi mogao dosegnuti maksimalno 200 milijuna EUR za lokalnu distribuciju građanstvu (s time da ovaj koncept nije do sada testiran). Denominacije po mogućnosti u nižim apoenima do 1.000 EUR, pri čemu je tržišni standard 1 EUR. Zbog rane faze projekta lokalni institucionalni investitori nisu bili u mogućnosti iskazati svoje namjere u pogledu vršenja upisa obveznica. Tamo gdje je to bilo navedeno, namjere lokalnih investitora su se kretale između 3 milijuna i 30 milijuna EUR.

Ostvarivo određivanje cijene

Pod trenutnim tržišnim uvjetima očekivana stopa kupona za rok otplate od 15 godina bi mogla iznositi:

- 6 – 6,5% uz odgovarajuća jamstva Vlade RH;
- 7 – 7,5% bez jamstava Vlade RH.

Denominacija valute

U scenariju s obveznicama osiguranima prihodima od cestarine glavni prijedlog je bio izdavanje dvije glavne tranše dugovanja u eurima i američkim dolarima i također razmatranje manje tranše u kunama za lokalne investitore. Također, čini se da lokalni investitori daju prednost eurima pred kunama. Čini se da postoji samo manji lokalni interes za ulaganje u obveznice denominirane u kunama.

Jamstva Davatelja koncesije

Većina ispitanika ne bi prihvatila prometne rizike dok tarife cestarina određuje Vlada RH. Ispitanici bi zahtijevali jamstvo Vlade RH (minimalna razina prometa, ograničavanje deviznog rizika) za ublažavanje prometnog rizika.

Ispitanici su potvrdili da bi pružanje mjera za smanjenje rizika od strane Vlade RH igralo ključnu ulogu u privlačenju njihovog interesa. Potrebne odredbe o zaduživanju i rezervama bi ovisile o konačnoj financijskoj strukturi te je za većinu ispitanika bilo prerano da to navedu u ovoj fazi projekta. Većina odgovora je glasila kako slijedi:

- Još je prerano za odgovor u ovoj fazi;
- Ograničenje duga kao postotak ukupne imovine;
- Pravodobno plaćanje glavnice i kamata, koje se ne može otkazati ili otkupiti.

Ostale napomene

Navedeno je da tržište ne preferira progresivni plan otplate na temelju očekivanog rasta priljeva prihoda. Tržište bi preferiralo klasični plan jednokratne otplate na kraju razdoblja ili manje poželjnu linearnu amortizaciju (otplatu u ratama). Plan stalne otplate bi podigao stopu kupona.

Opcijski otkup nije preferiran na tržištu te bi imao negativan učinak na cijenu (stopa kupona). Malobrojni ispitanici su najavili da bi ga prihvatili, ali pod određenim uvjetima.

Razina diskonta na prihod od cestarina će se značajno oslanjati na pružanje jamstava Vlade RH. Na temelju primljenih najava diskontna stopa pri predviđanju prihoda može biti 10-30% u slučaju djelomičnih jamstava Vlade RH. U slučaju da ne budu dana nikakva jamstva, diskontna stopa će najvjerojatnije premašiti 30%. Kao drugi ključni faktor za određivanje razine diskontne stope spomenut je mehanizam tarifa (što za posljedicu ima nesigurnost predviđanja prihoda). Investitori će također provjeriti povijesne podatke o prometu u ekonomskom ciklusu.

Očekuje se primjena uobičajenih odredbi (kovenanta, kao što su DSCR: omjer neto operativnog prihoda prema otplati duga, ili dug/EBITDA) i fondova rezervi (račun za rezerve za servisiranje duga, račun za rezerve za održavanje).

Ispitanici su također naveli sljedeće pozitivne i negativne aspekte Projekta:

Prednosti:

- Monopolska priroda imovine sa značajnim preprekama za ulazak;
- Dugoročna prilika za ulaganje;
- Relativno visoka kamata u usporedbi s ostalim trenutnim mogućnostima ulaganja;
- Visoka potražnja u slučaju denominacije u američkim dolarima;
- U slučaju da obveznice izdaju državne tvrtke međunarodne financijske institucije; mogu osigurati djelomična kreditna jamstva što bi potencijalno povećalo rejting projekta iznad kreditnog rejtinga države;

Nedostaci:

- Makro predviđanja za Hrvatsku (SEE), kreditni rejting Hrvatske;
- Visoko odstupanje prihoda od cestarina zbog njihove sezonske prirode;

- Loša likvidnost municipalnih obveznica na sekundarnom tržištu;
- Rizik neizvršenja u slučaju da ne budu dana jamstva Vlade RH;
- Ako obveznice izda Ministarstvo financija, međunarodne financijske institucije neće moći ulagati;
- Izdavanje obveznica bi ograničilo ostalo izdavanje dugovanja na kratki rok;
- Ograničena lokalna potražnja.

6. Dubinsko ispitivanje

6.1 Nalazi dubinskog ispitivanja

Savjetnik je proveo dubinsko ispitivanje nad dva društva za upravljanje autocestama, HAC-om i ARZ-om. Dubinsko ispitivanje nije niti u jednom društvu otkrilo pitanja koja bi svojom važnošću imala značajan utjecaj na predloženu transakciju. Najvažniji nalazi dubinskog ispitivanja, kao i učinci ovih saznanja na predloženu transakciju su navedeni niže. Detaljni pregled naveden je u izvješću o dubinskom ispitivanju.

Korporativni dio

Nismo otkrili značajna pitanja iz područja korporativnog prava u HAC-u i ARZ-u koji bi mogli imati nepovoljan utjecaj na transakciju. Republika Hrvatska je jedini vlasnik oba društva, što omogućava prilično brzo restrukturiranje i donošenje odluka, ukoliko bi to bilo potrebno za provedbu transakcije.

Financije

HAC i ARZ imaju značajne obveze po kreditima, pri čemu su svi krediti osigurani državnim jamstvima Republike Hrvatske. HAC ima otprilike 2,9 milijardi EUR neplaćenih obveza na temelju ukupno 35 ugovora o kreditu, dok ARZ ima otprilike 950 milijuna EUR neplaćenih obveza na temelju ukupno 9 ugovora o kreditu. Posebnu pozornost treba obratiti na dio ugovora sukladno kojima krediti s jednokratnom otplatom dospijevaju na naplatu u 2014. godini, kako slijedi:

- dugoročni ugovor o kreditu sklopljen između HAC-a i Zagrebačka banka d.d., od 12. prosinca 2008., s glavnicom od 70.000.000,00 EUR
- sindicirani ugovor o kreditu sklopljen između HAC-a i Hypo-Alpe-Adria Bank d.d. i Hypo-Alpe-Adria Bank International AG, od 5. svibnja 2009., s glavnicom od 100.000.000,00 EUR

- ugovor o kreditu sklopljen između HAC-a i JP Morgan Chase Bank (London), od 9. rujna 2009., s glavnicom od 100.000.000,00 EUR; i
- ugovor o kreditu sklopljen između ARZ-a i JP Morgan Chase Bank (London), od 9. rujna 2009., s glavnicom od 135.000.000,00 EUR.

Smatramo kako će otplata ovih kredita predstavljati značajan financijski teret za HAC i ARZ.

Velika većina kredita sadržava ograničavajuće odredbe koje zahtijevaju od HAC-a i ARZ-a da se savjetuju s vjerovnicima prije značajnijih restrukturiranja poslovanja, te u određenim slučajevima i ishode odobrenje vjerovnika za takva restrukturiranja (posebice uzevši u obzir predloženi raskid ugovora o koncesiji s ARZ-om). Svako nepoštivanje takvih ograničavajućih odredbi može dovesti do ubrzavanja dospelja kredita na temelju odnosnih ugovora.

Imovinskopravna pitanja

HAC i ARZ su vlasnici ili zakupoprimeci određenih nekretnina koje se primarno koriste za potrebe dnevnog poslovanja. Naše je shvaćanje da nekretnine u vlasništvu HAC-a i ARZ-a neće biti prenesene na društvo posebne namjene koje će osnovati koncesionar, ali će takvom društvu biti omogućeno zakupiti takve prostore za potrebe provedbe koncesije.

Također smo pregledali popis uporabnih dozvola dostavljenih od HAC-a i ARZ-a koje se odnose na cestovnu mrežu. Unatoč našim upitima, nisu nam dostavljene valjane uporabne dozvole za svaku pojedinačnu dionicu ceste do dana sastavljanja ovog izvještaja. Postojanjem uporabne dozvole dokazuje se da je dionici ceste dodijeljen status autoceste. Stoga predlažemo pribavljanje svih relevantnih uporabnih dozvola za potrebe pripreme Sobe podataka u Fazi 2 Transakcije. Navedeno je osobito značajno radi utvrđenja da li su sve dionice ceste ishodile status javnih cesta, odnosno autocesta, te su time prikladne za davanje u koncesiju. U protivnom, bit će potrebno ishoditi uporabne dozvole tamo gdje nedostaju, odnosno izuzeti dionice ceste za koje nije ishođena uporabna dozvola iz buduće koncesije.

Također smo tražili pregled tekućih postupaka izvlaštenja vezanih za izgradnju mreže autocesta. Detaljniji pregled je iznesen u našem izvještaju dubinskog ispitivanja. Postupci izvlaštenja za

gotovo sve dionice autoceste nisu u potpunosti dovršeni, pri čemu stupanj dovršenosti znatno varira od dionice do dionice. U svakom slučaju, vjerujemo da je za uspješno dovršenje monetizacije od najveće važnosti da odgovornost za postupke izvlaštenja ostane pri HAC-u i ARZ-u. U protivnom, pravna nesigurnost takvih obveza, koje ovise o sudskoj procjeni pravične naknade, može znatno umanjiti buduće ponude u pogledu visine koncesijske naknade. U slučaju da odgovornosti za izvlaštenje ostanu pri HAC-u i ARZ-u, smatramo da pitanja vezana uz izvlaštenje neće utjecati na provedbu transakcije.

Značajniji ugovori

HAC i ARZ su sklopili brojne ugovore za komercijalno iskorištavanje popratnih cestovnih sadržaja. Ovo se osobito odnosi na sadržaje poput benzinskih postaja, restorana i releja za mobilnu komunikaciju, što doprinosi prihodima HAC-a i ARZ-a. Predložena koncesija bi uključila nastavak korištenja takvih sadržaja, pri čemu bi naknada predstavljala prihod koncesionara. Za provedbu takve strukture, ugovor o koncesiji bi trebao biti strukturiran na način da se svi postojeći ugovori prenesu na koncesionara i smatraju potkoncesijskim ugovorima, što je kao mogućnost predviđeno dijelom ugovora kojim se regulira korištenje cestovnog zemljišta. Predlažemo komunikaciju s trenutnim operaterima takvih sadržaja o namjeravanom obujmu transakcije kako bi osigurali nesmetan prijenos ugovora na koncesionara.

HAC i ARZ su također sklopili niz ugovora vezanih za održavanje, izgradnju i poslove vezane uz izgradnju. Naše je shvaćanje da će ugovori o održavanju biti preneseni na HAC-ONC i, gdje je to moguće, na koncesionara, pri čemu treba osigurati da koncesionar ne bude nepropisno opterećen preuzimanjem takvih ugovora, osobito na način koji remeti tržišno natjecanje (npr. zahtjev koncesionaru da preuzme ugovore s društvima u državnom vlasništvu može izazvati dvojbe glede prava tržišnog natjecanja). U slučaju da je bilo kakav *software* prenesen na društvo posebne namjene za potrebe provedbe transakcije, posebnu pozornost treba obratiti na odredbe kojima se regulira prijenos licenci sukladno ugovorima koji dopuštaju korištenje takvog *softwarea* HAC-u i ARZ-u.

Pregledan je značajan broj ugovora o građenju i ugovora vezanih za građenje koje je sklopio HAC. Svi ugovori o građenju se temelje na Općim tehničkim uvjetima za radove na cestama

izdanim od IGH d.d., ili na FIDIC Općim uvjetima, što omogućava standardizaciju ugovora na razini HAC-a. Ugovori sadrže odredbe o zakašnjenju i ugovornim kaznama, koje su posebno važne u pogledu značajnih kašnjenja prema postojećim ugovorima o građenju. Na temelju usmeno dobivenih podataka, neki od već sklopljenih ugovora o građenju bit će otkazani, odnosno raskinuti, odražavajući namjeru Vlade RH da otkaže ili odgodi izgradnju i razvoj određenih segmenata cestovne mreže. Ugovori o građenju i ugovori vezani za građenje koje je sklopio HAC (npr. priprema nacrti i pripadajuće građevinske dokumentacije, arheološki radovi itd.) će ostati pri HAC-u.

Radno pravo

HAC i ARZ skupno zapošljavaju oko 3.000 zaposlenika. Oba društva koriste standardizirane ugovore o radu, koji ne sadrže neobične odredbe. Prava zaposlenika oba društva su garantirana odnosnim kolektivnim ugovorima i pravilnicima društva, koji propisuju viši standard radničkih prava od zakonskog minimuma.

Parnični postupci

HAC i ARZ uključeni su u brojne sporove, čime ukupna izloženost HAC-a u takvim sporovima iznosi otprilike 560 milijuna HRK, dok ukupna izloženost ARZ-a u takvim sporovima iznosi otprilike 47 milijuna HRK. Detaljniji pregled sporova, uključujući procjene ishoda za najznačajnije sporove, iznesen je u izvještaju pravnog dubinskog ispitivanja. Smatramo da parnični postupci HAC-a i ARZ-a neće imati utjecaj na predloženu transakciju.

Vanbilančni tretman

Trenutno se sve koncesije za autoceste u Hrvatskoj tretiraju vanbilančno, čak i koncesije u kojima država izravno iz proračuna isplaćuje prihod koji nije ostvaren od naplate cestarina a potreban je za servisiranje duga. Očekuje se da će se u skladu s važećim Eurostat propisima Projekt tretirati vanbilančno.

6.2 Utjecaj nalaza dubinskog ispitivanja na predloženu transakciju

Važno je napomenuti da je Vlada RH započela restrukturiranje HAC-a i ARZ-a izdvajajući održavanje i naplatu cestarina iz HAC-a i ARZ-a na novoosnovano društvo HAC-ONC. U vrijeme pripreme ovog izvještaja, takvo restrukturiranje još nije posve dovršeno, budući da održavanje i naplata cestarina nije prenesena s ARZ-a na HAC-ONC. Prema usmeno dobivenim informacijama, takav prijenos će biti ostvaren do početka srpnja. U tom slučaju, HAC-ONC će biti na vrijeme pripremljen za provedbu transakcije.

Očekujemo kako će DPN osnovano od strane koncesionara preuzeti održavanje i naplatu cestarina od HAC-ONC, na način da će preuzeti većinu radnika, imovine i ugovora potrebnih za provedbu održavanja i naplate cestarina. U ovom pogledu, iako sam HAC-ONC ne bi bio predmetom stjecanja u transakciji, dubinsko ispitivanje HAC-ONC-a vjerojatno bi dodalo vrijednost Vladi RH u ovoj transakciji, u smislu vrednovanja radnji koje je HAC-ONC poduzeo nakon preuzimanja poslova održavanja i naplate cestarine od HAC-a i ARZ-a. Stoga smo izvršili samo pregled visoke razine ugovornih odnosa između HAC-a i HAC-ONC-a, ali preporučamo provođenje detaljnijeg dubinskog pregleda društva HAC-ONC.

Kao što je naznačeno gore, koncesija HAC i ARZ autocesta se čini najprikladnijim rješenjem za realizaciju projekta. Kroz ovu koncesiju upravljanja i održavanja, Vlada RH bi iznajmila postojećih 1.024 km HAC i ARZ autocesta strateškom investitoru koji bi preuzeo naplatu cestarina, upravljanje, kao i redovno i izvanredno održavanje autocesta. Kako bi se provedla predložena struktura, čitava mreža autocesta (izuzev dijelova danih na upravljanje koncesionarima osim ARZ-a) bila bi predmetom koncesije, što bi zahtijevalo raskid koncesije nad autocestom kojom trenutno upravlja ARZ. Takav raskid bi vjerojatno pokrenuo prijenos ARZ-ovih kreditnih obveza na Republiku Hrvatsku, kao i preuzimanje radnika i pripadajućih ugovora (uključujući obveze prema ugovorima o potkoncesiji) od strane Republike Hrvatske.

Kao što je naglašeno gore, svaki propust poštivanja ograničavajućih odredbi ugovora o kreditu koje su sklopili HAC i ARZ može dovesti do ubrzanja kredita na temelju odnosnih ugovora. Stoga predlažemo aktivnu komunikaciju s odnosnim vjerovnicima kako bi se osiguralo da se dospijeće odnosnih obveza po kreditima ne ubrza. Kao dio takve komunikacije, napominjemo da je Ministarstvo financija već komuniciralo s odnosnim vjerovnicima, potvrđujući da prijenos naplate cestarina i održavanja na HAC-ONC neće utjecati na valjanost državnih jamstava.

Potičemo Vladu RH, HAC i ARZ da nastave s takvim dijalogom kako bi se osiguralo potpuno umanjenje potencijalnih nepovoljnih učinaka predložene transakcije u pogledu HAC i ARZ kredita.

Posebnu pažnju treba posvetiti prijenosu pojedinih ugovora glede (i) popratnih sadržaja u mreži autocesta, (ii) održavanja i (iii) ugovora o uslugama (uključujući ugovore o IT uslugama). Predlažemo poduzimanje prikladnih koraka i komunikaciju s ugovornim stranama takvih ugovora kako bi se osiguralo nesmetano preuzimanje takvih ugovora od strane društva posebne namjene.

Većina radnika trenutno zaposlenih na naplati cestarina i održavanju od strane HAC i ARZ će biti prebačena na HAC-ONC. Pri tome valja voditi računa da prava radnika pri prijenosu na novog poslodavca moraju biti prenesena u neizmijenjenom opsegu, osobito u pogledu prava koja proizlaze iz ugovora s trećim stranama (npr. osiguranje radnika). Razina prava radnika trenutno zajamčena unutar HAC-a i ARZ-a bila bi samim zakonom zadržana bar u prvoj godini nakon prijenosa takvih zaposlenika na društvo posebne namjene. Svi zahtjevi Vlade RH za zadržavanjem prava radnika izvan takvog zakonskog roka bi mogli potaknuti dvojbe glede zaštite tržišnog natjecanja prema EU pravilima i stoga bi isti trebali biti pažljivo strukturirani. Ujedno, razina prava radnika unutar HAC-a i ARZ-a trenutno nisu usklađena. Takva bi prava radnika trebalo uskladiti nakon prijenosa radnika na HAC-ONC, pri čemu bi usklađivanje moglo zahtijevati dodatne formalne korake (npr. sklapanje novog kolektivnog ugovora ili pravilnika o radu), kao i dodatne troškove.

Smatramo da predložena transakcija i dodjela koncesije može biti strukturirana bez značajnijih izmjena postojećeg zakonskog okvira. Radi nejasnoća postojećih propisa, podzakonski propisi trebali bi biti izmijenjeni kako bi se omogućio automatski prijenos takvih ugovora na DPN. Smatramo da predložena transakcija i dodjela koncesije može biti strukturirana bez značajnijih izmjena postojećeg zakonskog okvira. Radi nejasnoća postojećih propisa, podzakonski propisi trebali bi biti izmijenjeni kako bi se omogućio automatski prijenos ugovora o korištenju cestovnog zemljišta na koncesionara. Posebnu pozornost treba posvetiti ispravnom strukturiranju transakcije kako bi se osigurala sukladnost sa zahtjevima međunarodnih financijskih institucija koje pružaju financiranje transakcije, ali i sukladnost s propisima EU (posebno u pogledu propisa o tržišnom natjecanju vezano uz ograničenja tržišnog natjecanja i državnih potpora).

7. Najbolja opcija

Odabir najbolje opcije

Čini se da koncesija najbolje odgovara određenim ciljevima MPPI-a u vezi monetizacije, kao i prioritetima investitora iskazanima u ispitivanju tržišta. Konkretno, koncesijom se maksimizira dugoročna korist od monetizacije za MPPI, te je vjerojatno da će pozitivno utjecati na operativnu učinkovitost autocesta. Vlada RH nema namjeru subvencionirati Projekt pomoću trošarine na gorivo ili drugih subvencija pomoću kojih bi se ostvarili dodatni izravni ili neizravni jednokratni prihodi za državni proračun. Možda je upitno može li se postići teoretski maksimalni mogući iznos izdavanja obveznica na financijskom tržištu s rokom mnogo dužim od 10 godina. Čak i ako se obveznica može izdati s predviđenim rokom, MPPI i dalje mora osigurati poboljšanje operativne učinkovitosti operatera autocesta. Osim povećanja učinkovitosti, za troškove upravljanja ostao bi zadužen javni sektor. Istovremeno, s obzirom na to da investitori uvelike preferiraju rješenje koje uključuje koncesiju, za pretpostaviti je da provođenje monetizacije pomoću koncesije predstavlja mnogo niži rizik za MPPI nego organiziranje izdavanja obveznica osiguranih prihodom od cestarine za koje je interes investitora bio relativno umjeren.

Predloženi parametri koncesije

U ovom su poglavlju obuhvaćeni indikativni parametri koncesije koji su privremeni i neobvezujući. Konačni parametri koncesije bit će raspravljeni i razmotreni u sljedećoj fazi Projekta (faza nadmetanja) i obuhvaćeni konačnim ugovorom o koncesiji tek nakon što kasnije budu odobreni od strane MPPI-a:

Vrsta koncesije

Riječ je o koncesiji za upravljanje i održavanje (ili "zakup"), budući da se planira izvršenje i financiranje nove izgradnje odvojeno od Projekta. Investitori se stoga neće suočiti ni sa kakvim građevinskim rizikom kao u slučaju *greenfield* koncesija za ceste. Eliminiranje građevinskog rizika vjerojatno će imati pozitivan učinak na njezinu procjenu, budući da će investitori moći prikupiti vlastiti i tuđi kapital po relativno nižem trošku što bi podrazumijevalo manje komplicirani rizik u vezi s Projektom.

Davatelj koncesije

Vlada RH koju zastupa Ministarstvo pomorstva, prometa i infrastrukture (MPPI) bit će Davatelj koncesije i ugovorna strana za investitore. Iz perspektive rizika investitora, važno je da Davatelj koncesije bude Država a ne neka druga ustanova koja je pod izravnom ili neizravnom kontrolom Države. Ovakva struktura će pokazati jasnu obvezu Vlade RH i davat će potporu i ostvarenju većih koristi iz perspektive Vlade RH.

Koncesionar

Koncesionar će biti Društvo posebne namjene (DPN) – a to je najčešće dioničko društvo osnovano prema hrvatskim zakonima od strane najboljeg ponuditelja. Najbolji ponuditelj će se vjerojatno sastojati od konzorcija investitora među kojima mogu biti investicijski fondovi, investitori u infrastrukturu, operateri autocesta, te građevinske tvrtke koje ulažu u koncesije. Članovi konzorcija financirat će kapital DPN-a i osigurati sredstva potrebna za plaćanje Naknade za koncesiju za Projekt na financijskim tržištima. Postoji nekoliko opcija kako bi točno trebalo biti osnovano DPN, ali, sukladno mogućnostima, to bi se trebalo dogoditi nakon što bude potvrđen najbolji ponuditelj. Takvim bi se pristupom umanjili troškovi natjecanja svih investitora i stoga omogućila veća vrijednost transakcije.

Opseg koncesije

DPN će od Vlade RH dobiti pravo na koncesiju za preuzimanje upravljanja imovinom i djelatnicima HAC ONC-a (alternativno, investitori bi osnovali novo društvo za upravljanje). Predmetne autoceste obuhvaćale bi 1.024 km postojećih autocesta pod upravom HAC ONC-a (povijesno HAC-a i ARZ-a). (Dodatnih 30km dionica autocesta koje gradi Davatelj koncesije možda će također biti obuhvaćeno koncesijom sukladno odgovarajućem dodatku ugovoru o koncesiji i uz plaćanje dodatne naknade za to pravo koncesije, a u zamjenu bi se koncesijskom društvu omogućila naplata cestarine i za te dionice.)

DPN bit će odgovorno za: a) upravljanje i naplatu cestarine; b) upravljanje i redovnu djelatnost, te veliko održavanje Predmetnih autocesta; te c) dodatne poslove u vezi s autocestama. DPN neće biti odgovorno za razvoj i izgradnju novih autocesta.

Trajanje koncesije

Predlaže se zaključenje ugovora o koncesiji na razdoblje od 40-50 godina (konkretno trajanje koncesije bit će određeno u Fazi dijaloga s obzirom na očekivanja Vlade RH u vezi s veličinom transakcije i drugim aspektima). Čini se da ovaj raspon razdoblja koncesije omogućuje Davatelju koncesije najrazumniju procjenu Projekta. U slučaju trajanja od više od 50 godina, povećana sadašnja vrijednost dodatnog produljenja koncesije postaje marginalna zbog velikih smanjenja dugoročnih prihoda. Istovremeno, predloženo razdoblje je u cijelosti u skladu s očekivanjima dugoročnih investitora (kao što su fondovi životnog ili mirovinskog osiguranja) koji preferiraju dugoročna *"take and hold"* ulaganja do maksimalno 99 godina. Navedeno razdoblje također privlači operatere autocesta koji bi mogli imati koristi od mjera za poboljšavanje dugoročne operativne učinkovitosti. Dugoročno trajanje omogućilo bi DPN-u dobro balansiranje troškova životnog ciklusa Projekta pokrivanjem potreba za ulaganjem u izvanredno održavanje koje je potrebno svakih 10-15 godina.

Pravo na prihode od cestarine

DPN (investitori) će povratiti plaćenu Naknadu za koncesiju od prihoda od cestarine prikupljenih od Predmetnih autocesta. Dodatni prihodi bit će ostvareni od s tim povezanih usluga kao što su oglašavanje, prihodi od najma odmorišta s benzinskim crpkama, naplata štete i kazne, prodaja ENC uređaja, itd. Stvarni opseg dodatnih djelatnosti bit će raspravljen u postupku nadmetanja.

Reguliranje cestarine

Tijekom nadmetanja za koncesiju Davatelj koncesije trebat će definirati jasan okvir za reguliranje cestarine u svrhu:

- održavanja naknada za cestarinu na društveno prihvatljivoj razini i uključivanja najviših i najnižih iznosa cestarina;
- omogućavanja DPN-u da optimizira strukturu tarifa u ugovorenim društveno prihvatljivim okvirima;
- osiguravanja indeksacije cestarina za inflaciju i omogućavanje razumnog poticaja za DPN;
- omogućavanja usklađivanja iznosa za vrijeme najgušćeg prometa i/ili sezone;
- usklađenosti s EURO Vignette direktivom, kao i ostalim domaćim i EU propisima.

Reguliranje na temelju ukupnih troškova najčešće je korišten mehanizam (koji se neizravno primjenjuje i u ovom Projektu) u sektorima u kojima su potrebna bitna početna ulaganja, kao na primjer u transportnom sektoru. Odnedavno se više pažnje posvećuje reguliranju najviših iznosa naknade pri čemu su povećanja cijene ograničena inflacijom i, često, određenim indikatorima produktivnosti i/ili kvalitete. Povećanja naknada za cestarinu u većini zemalja slijede indeks potrošačkih cijena, koji je s vremenom postao glavni i uobičajeni element za usklađenje cestarine. U slučaju autocesta, uobičajena je praksa hibridni sustav u kojem se naknade za cestarinu prvo određuju prema ukupnim troškovima, a potom se usklađuju pomoću specifičnih formula u skladu sa sustavom najviših iznosa naknade.

Troškovi upravljanja i održavanja

Koncesijom će se na DPN prebaciti odgovornost za tekuće djelatnosti kao što su redovno i izvanredno održavanje, te veći popravci. Sve troškove u vezi s autocestama plaćat će DPN. Nadalje, Vlada RH neće subvencionirati DPN s dijelom trošarine zahvaljujući kojoj HAC trenutno ostvaruje dodatni godišnji prihod od približno 1.404 milijuna HRK. Kao što je uobičajeno, DPN će biti obvezan plaćati sve operativne troškove, kao i troškove redovnog i izvanrednog održavanja tijekom čitavog razdoblja koncesije. DPN-u treba dati

fleksibilnost u razvoju i provedbi mjera isplativosti bez kompromitiranja kvalitete usluge za vozače.

Povećanje rizika

Preporuča se da Davatelj koncesije u fazi nadmetanja raspravi i razmotri povećavanje vrijednosti Transakcije tako što će DPN-u omogućiti mjere smanjenja rizika kao što je:

- **Podrška u pogledu minimalne razine prometa** (uz potencijalni mehanizam podjele prihoda u korist Davatelja koncesije). Prognoze u vezi s autocestama s naplatom cestarine sklone su optimizmu u odnosu na predviđeni promet, pri čemu autoceste s naplatom cestarine ne zadovoljavaju očekivanja u vezi s iskorištavanjem imovine. Ovo osobito vrijedi za prognoze u vezi s prometom kamiona koji koriste autoceste, što povećava neizvjesnost povezanu s predviđenim prihodima – zbog njihovog većeg doprinosa ukupnim prihodima od projekta, budući da kamioni uglavnom plaćaju veće naknade. Intenzitet prometa prvenstveno ovisi o gospodarskim rezultatima, reakcijama korisnika, te o konkurenciji s drugim prijevoznim sredstvima. Stoga nijedan od sudionika koncesije ne može izravno smanjiti rizik. Kako bi se investitorima omogućilo da provedu dubinsko ispitivanje i procjene Projekta, predlaže se da se u fazi nadmetanja raspravi i razmotri omogućavanje određene podrške u pogledu minimalne razine prometa investitorima. U sklopu toga, Davatelj koncesije bi DPN-u isplatio naknadu ukoliko promet padne ispod određenog godišnjeg praga (npr. 75% predviđenog prometa). DPN bi zauzvrat podijelio s Davateljem koncesije određeni postotak prihoda u slučaju prekoračenja određenog praga prometa.
- **Zaštita deviznog tečaja** (čim Hrvatska pristupi tržištu valute EU, zaštita deviznog tečaja postaje suvišna). Kako bi se olakšalo korištenje stranih valuta (EUR, USD) za financiranje Projekta, predlaže se da Vlada RH razmotri mogućnost nudiženja zaštite deviznog tečaja ponuditeljima. Zaštita može, na primjer, biti ponuđena u obliku jamstva minimalnih prihoda u EUR ili USD. Alternativno, DPN-u može biti

ponuđena opcija opozivih obveznica u EUR ili USD ukoliko vrijednost HRK padne ispod određene definirane granice (npr. 10%).

- **Otplata duga s pravom prvenstva** (odnosno naplata dijela nepodmirenog duga i manipulativnih troškova zamjene u slučaju prijevremenog raskida koncesije). U slučaju prijevremenog raskida koncesije, prava na koncesiju u načelu se prenose natrag na Davatelja koncesije, odnosno na nekog drugog pojedinca koji će nastaviti pružati usluge Davatelju koncesije. Iz tog je razloga Davatelj koncesije u slučaju prijevremenog raskida dužan isplatiti novčani iznos koji će DPN-u nadoknaditi određen dio troškova koncesije. Iznos naknade obično je predmet detaljnih pregovora između Davatelja koncesije i DPN-a. U slučaju raskida zbog krivnje DPN-a, uvjeti raskida variraju, ali su prvenstveno usredotočeni na naknadu nepodmirenog iznosa duga s pravom prvenstva s danom raskida, na temelju kreditnih uvjeta odobrenih od strane Davatelja koncesije. Cilj je plaćanje koncesije prenesene natrag na Davatelja koncesije prilikom raskida. Određivanjem naknade prema iznosu duga s pravom prvenstva (a ne prema vlastitom kapitalu ili drugim troškovima), članove DPN-a potiče se na pružanje podrške DPN-u, a vjerovnike na kreditiranje projekta. Dug s pravom prvenstva ne mora biti u potpunosti otplaćen kako bi se na taj način vjerovnike potaknulo da ulože maksimalne napore u svrhu izbjegavanja neispunjenja obveza od strane DPN-a, pa će stoga Davatelj koncesije možda željeti podmiriti samo dio duga s pravom prvenstva. U nešto rizičnijim nadležnostima to bi moglo iznositi 90-95%, dok bi u sigurnijim nadležnostima moglo iznositi 80-85% duga s pravom prvenstva. Davatelj koncesije će pažljivo razmotriti definiciju naknade kako bi se izbjeglo ostvarivanje dodatne dobiti od strane DPN-a ili primanje neopravdanih ili nepotrebnih uplata izvršenih trećim ili povezanim osobama. U slučaju neskrivljenog raskida, npr. koji je prouzročen višom silom, obično slijedi podmirenje duga i nadoknada vlastitog kapitala ali ne i izgubljene dobiti i tek jednog dijela manipulativnih troškova. Razlika u kamatnim stopama primjenjivim u slučaju raskida će biti plaćena u svakom slučaju raskida. U slučaju raskida zbog krivnje Vlade RH ili ponovne nacionalizacije Vlada RH će

nadoknaditi vjerovnicima 100% dospjelog duga kao i DPN-u relevantni iznos Kapitala.

Davatelj koncesije će u fazi nadmetanja razmotriti, ocijeniti i definirati određene mjere potpore i njihove parametre na temelju procjene njihova utjecaja na vrijednost Projekta, kao i njihovih ostalih učinaka na Davatelja koncesije ili na Projekt.

Zaštita od rizika države

Davatelj koncesije će prije nadmetanja razmotriti mogućnost da od MIGA-e zatraži da ponudi ponuditeljima jamstvo za zaštitu od rizika države koje bi dovelo do općeg smanjenja troškova financiranja za ponuditelje i iz toga proizašlog povećanja Naknade za koncesiju. Nadalje, zaštita od rizika države bi također mogla privući ostale investitore koje njihove investicijske politike možda ograničavaju tako da mogu ulagati isključivo u projekte investicijske klase. Troškove jamstva MIGA-e podmirit će DPN.

Najbolji ponuditelj (DPN) i/ili njegovi vjerovnici mogu biti u mogućnosti dobiti od MIGA-e pokriće za osiguranje od političkog rizika, ovisno o odobrenju uprave, zemlje domaćina i odbora. Ponuditelji i vjerovnici s prebivalištem izvan Hrvatske, te iz zemalja članica MIGA-e, kvalificirani su za dobivanje pokrića MIGA-e. Investicije za koje je dostupno pokriće MIGA-e obuhvaćaju izravne zajmove iz vlastitog kapitala ili zajmove članova društva za društvo koje upravlja koncesijom te za treće osobe koje kreditiraju koncesiju.

MIGA može omogućiti sljedeće pokriće na pojedinačnoj osnovi ili u bilo kojoj kombinaciji istih u odnosu na koncesiju:

- ograničenja prijenosa valute i nekonvertibilnosti;
- izvlaštenje;
- rat, terorizam i građanski nemiri;
- povreda ugovora.

Ugovorna dokumentacija

Ključna transakcijska dokumentacija uključuje:

- **Ugovor o koncesiji** u kojem se navode pravni i poslovni uvjeti između Davatelja koncesije i DPN-a. Ovaj ugovor predstavlja glavni ugovor za bilo kakav projekt u vezi s koncesijom, te uređuje odnose, prava i obveze između tijela vlasti i DPN-a tijekom čitavog trajanja projekta;
- **Dodatke** ugovoru o koncesiji, uključujući uglavnom tehničke specifikacije i uvjete kvalitete i učinkovitosti Predmetnih autocesta;
- **Izravni ugovor** zaključen kao tripartitni izravni ugovor koji obuhvaća Davatelja koncesije, DPN i banke financijere, koji definira okolnosti pod kojima financijeri mogu izvršiti "*step-in*" prava temeljem ugovora o koncesiji u svrhu otklanjanja povreda obveza iz ugovora o koncesiji. Temeljem ovog ugovora, Davatelj koncesije suglasan je odobriti vjerovnicima razdoblje prethodne obavijesti o predstojećem raskidu sporazuma o projektu. Ovaj ugovor vjerovnicima pruža mogućnost preuzimanja ugovornih obveza, bilo izravno ili putem zamjenika ili zastupnika, u svrhu otklanjanja događaja koji je doveo do raskida odnosno pronalaženja druge osobe prihvatljive za nadležno tijelo koja će preuzeti prava i obveze DPN-a temeljem ugovora o koncesiji;
- **Ugovore o financiranju** kojima se potvrđuje raspoloživost sredstava duga i vlastitog kapitala uključujući dinamiku plaćanja Naknade za koncesiju. Ugovori o financiranju su glavni dokumenti između vjerovnika i DPN-a i u njima su navedeni uvjeti financiranja projekta. Vjerovnik će također zahtijevati paket osiguranja za zaštitu dodijeljenog iznosa.

Operativni standardi i uvjeti

Osmišljavanje mjera za upravljanje imovinom od temeljne je važnosti za opisivanje traženih rezultata u pogledu upravljanja, održavanja i obnove autocesta kako bi se osiguralo da će

DPN pružati usluge na razini koja je jednaka ili bolja nego kod usporedivih autocesta u Hrvatskoj. Stoga će DPN biti dužno upravljati i održavati Predmetne autoceste u skladu s dobrim poslovnim običajima i ugovornom dokumentacijom, te se pridržavati važećih propisa, domaćih i inozemnih standarda i odobrenja.

U operativnim standardima bit će navedeni zadaci koji uključuju (ali nisu ograničeni na):

- naplatu cestarine;
- redovno održavanje autocesta;
- obnovu autocesta i objekata;
- poslovanje autocesta i upravljanje njima;
- zimsko održavanje;
- kontrolu meteoroloških stanica;
- hitne intervencije i popravke;
- održavanje prometa i iscrtavanje linija;
- održavanje i obnovu električne imovine;
- stabiliziranje nagiba uz cestu;
- redovne i izvanredne inspekcije;
- vođenje evidencije i izvješćivanje;
- komunikaciju.

Operativni standardi bit će u skladu sa sljedećim načelima: a) koncesionar je u cijelosti odgovoran za izvršenje; b) razine usluga definirane su kao određene mjere učinkovitosti s

minimalnim uvjetima ili vremenom odaziva; te c) mjere učinkovitosti imovine potiču dobru praksu upravljanja kojom se ograničava potrošnja imovine.

Očekuje se da će iskusni operateri autocesta imati određeni udio u vlastitom kapitalu u DPN-u kako bi se osiguralo posebno znanje i iskustvo potrebno za poboljšanje opće učinkovitosti upravljanja i održavanja predmetne imovine.

Financiranje

Kao što je uobičajeno kod ove vrste projekata, DPN će biti odgovorno za osiguranje financiranja pomoću vlastitog i tuđeg kapitala za plaćanje Naknade za koncesiju (vrijednost transakcije). Kod nekih nedavnih europskih koncesija za ceste primijećene su poteškoće s osiguravanjem financijskih sredstava. Povratne informacije od tržišta potvrdile su snažan interes za Projekt zbog njegove veličine i drugih karakteristika Projekta. To nije uobičajeno, ali dobavljači vlastitog i tuđeg kapitala jasno su izrazili velik interes za ovaj Projekt. Sposobnost pribavljanja financijskih sredstava od strane DPN-a uvelike će ovisiti o mjerama potpore koje omogući Vlada RH. Mjerama potpore povećat će se raspoloživost financijskih izvora te će one također pozitivno utjecati na trošak financiranja transakcije čime će se povećati naknade za koncesiju koje će nuditi razni ponuditelji.

Izvori financiranja dostupni koncesijskim društvima uključuju ulaganja vlastitog kapitala i izravno financiranje od strane sponzora i zajmove, obveznice ili druge instrumente dostupne na domaćim i stranim financijskim tržištima. Povijesno dostupne strukture financiranja uključuju:

- **Dugoročni dug s pravom prvenstva**

Povijesno najlikvidniji i najkonkurentniji oblik financiranja dostupan u slučaju koncesija za autoceste. Prije financijske krize, strukture financiranja projekata koje su se temeljile na dugoročnim standardnim koncesijama smatrale su se atraktivnom klasom imovine. Uslijed financijske krize, likvidnost i naplata kod dugoročnih koncesija su se poboljšale ali još uvijek nisu dosegle razine od prije krize. Određeni broj banaka još uvijek bi

ponudio kredite s dospjećima od 15-20 godina, dok ostale banke preferiraju kratkoročne kredite.

- **Kratkoročne strukture**

Ranije se nisu koristile za strukture dugoročnih koncesija prije financijske krize. Međutim, za vrijeme financijske krize su se, zbog nedovoljne potražnje za dugoročnim dugom, kratkoročne strukture koristile kao zamjena za dugoročno financiranje. Kod kratkoročno strukturiranog financiranja, rizik bazne kamatne stope može se ograničiti pomoću dugoročne zamjene kamatne stope, dok sponzori (Vlada RH) zadržavaju rizik na maržama koje će biti plaćene u slučaju refinanciranja. Mnoge banke još uvijek preferiraju kratkoročne strukture, posebno u slučaju odobravanja kredita državama s rizičnim kreditnim rejtingom.

- **Multilateralni dug**

Multilateralni dug prema ustanovama kao što su EBRD i Međunarodna financijska korporacija (IFC) (Europska investicijska banka (EIB) ne bi bila zainteresirana za ovaj projekt i usredotočena je na *greenfield* ulaganja) znatno umanjuje rizik financiranja u većim transakcijama i omogućuje investitorima i Davatelju koncesije određene cjenovne prednosti te je u mogućnosti pružiti duže rokove od komercijalnih banaka. Razmatrat će se mogućnosti odobrenja multilateralnog duga, iako je multilateralni angažman praktički nemoguć prije podnošenja konačne ponude. U slučaju poslovanja s međunarodnim financijskim ustanovama (IFI) potrebno je uzeti u obzir rizik od odobrenja produljenih i detaljnijih kredita (posebni uvjeti transakcije, dodatni uvjeti u vezi sa zaštitom okoliša, itd.).

- **Tržišta dužničkog kapitala**

Prije financijske krize transakcije obveznicama osigurane putem "*monoline*" osiguravatelja kako bi se poboljšao rejting transakcije bile su uobičajene ali za vrijeme financijske krize većina ovih društava nije bila dovoljno kvalificirana za pružanje ovog oblika potpore. Jedan od primjera je Bina Istra (2003.-2007.). Uglavnom se koriste

prvenstveno kod nepostojanja dovoljnog interesa drugih izvora sredstava te ukoliko postoji odgovarajuće osiguranje. Financiranje obveznicama koje nisu osigurane od strane "monoline" osiguravatelja vjerojatno neće biti odgovarajuće za ovaj Projekt s obzirom na trenutni status tržišta obveznicama i nastojanja Europske Unije za oživljavanje "projektnih obveznica" kao izvor financiranja projekata koncesija (uz mogući izuzetak u odnosu na manju lokalnu tranšu).

- **Financiranje izvoznih poslova**

Kod *greenfield* koncesija, 15-25% troškova projekta može se financirati / jamčiti od strane agencija za kreditiranje izvoza. Osnovno pravilo, koje je također i glavno ograničenje, jest da najmanje 50% sredstava financiranih od strane agencije za kreditiranje izvoza mora doći iz agencije za kreditiranje izvoza matične zemlje. Međutim, tumačenje ovog pravila razlikuje se kod različitih agencija za kreditiranje izvoza. U slučaju cestovnih projekata, agencije za kreditiranje izvoza uglavnom financiraju projektiranje, strojeve i opremu, posebne građevinske dijelove, itd. Zbog nedostatka bitnog građevinskog elementa u Projektu, financiranje izvoznih poslova vjerojatno neće igrati veću ulogu.

- **Dug/obveznica osigurana od strane *monoline* osiguravajućeg društva**

Zbog različite metodologije rizika određivanja cijena temeljem Sporazuma Basel II, dug osiguran od strane *monoline* osiguravajuće društva nekad je bio vrlo konkurentni oblik financiranja koncesija. Prije "kreditne krize", angažiranje *monoline* osiguravajućih društava dovelo je do općeg smanjenja troškova financiranja. Uslijed financijske krize, *monoline* osiguravajuća društva su nestala s tržišta zbog degradiranja njihovog rejtinga. Međutim, jamstva poput onih koja su davala *monoline* osiguravajuća društva, a koje nudi npr. MIGA, trebala bi biti razmotrena u svrhu poboljšavanja razine rizika vezane uz Projekt.

Za očekivati je da će se financiranje duga u slučaju Projekta temeljiti na kombinaciji dugoročnog duga s pravom prvenstva, kratkoročnog duga i multilateralnog dugoročnog duga.

Osiguranje

Banke (a možda i Davatelj koncesije) će obično tražiti od DPN-a zaključivanje osiguranja potrebnih za smanjenje određenih rizika koji se mogu pojaviti tijekom razdoblja koncesije. Ovo obično uključuje standardna osigurateljna pokrića uobičajena za ovu vrstu transakcija (ukoliko je to primjenjivo). Konkretna primjena i opseg takvih osiguranja bit će razmotreni tijekom faze nadmetanja.

Refinanciranje

Tržišni uvjeti i kreditni profil projekta rijetko kad ostaju nepromijenjeni tijekom produljenog životnog vijeka koncesije. Povoljan razvoj događaja može omogućiti potencijal za dodatnu vrijednost pomoću oportunistički promjenjivih elemenata u strukturi kapitala ili duga tijekom životnog vijeka projekta. U praksi, mogućnosti refinanciranja često proizlaze iz udruženih javnih i privatnih nastojanja. Stoga ugovori o koncesiji uglavnom obuhvaćaju klauzule kojima se definiraju slučajevi refinanciranja, kao i primjenjivi postupci, te sporazumi o podjeli prihoda od refinanciranja između javnih i privatnih partnera.

Slučajeve refinanciranja pokreću uglavnom (ali bez ograničenja) sljedeće situacije:

- poboljšanje rizika države;
- smanjenje kamatnih marži;
- smanjenje ili oslobađanje računa rezervi;
- otpuštanje potencijalnog sekundarnog kapitala;
- produljenje dospeljeća duga;
- povećanje iznosa duga;
- restrukturiranje ugovora o zamjeni;

- dobici od premošćivanja kamatnih stopa;
- promjene politika oporezivanja ili računovodstvenih politika; ili
- kvalificirane financijske transakcije poput sekuritizacije kredita.

Refinanciranje se može započeti na temelju:

- zahtjeva Vlade RH
- zahtjeva DPN-a
- ugovornih obveza

Slično tome, uvjeti financiranja mogu se poboljšati ako se projektima omogući pravovremeno servisiranje duga ili ako investitori demonstriraju stručnost prilikom upravljanja preuzetom imovinom.

Temeljem ugovora o koncesiji, DPN će imati pravo refinanciranja svojih sporazuma o financiranju pomoću vlastitog i tuđeg kapitala ukoliko na tržištu budu ponuđeni povoljniji uvjeti i izvori financiranja. Tijekom Faze nadmetanja definirat će se mehanizam refinanciranja, a Davatelj koncesije i ponuditelji ugovorit će uravnoteženi program podjele prihoda od refinanciranja.

Zadržavanje radnika

Ugovori o koncesiji za postojeću infrastrukturu obično sadrže klauzule o zadržavanju djelatnika. Razlog je to što investitori koji preuzimaju imovinu u državnom vlasništvu zajedno s postojećim osobljem uglavnom povećaju operativnu učinkovitost svojih ulaganja optimiziranjem / smanjenjem osoblja u skladu s temeljnim tržišnim standardima. U slučaju velikih organizacija, to može prouzročiti kratkotrajni negativni učinak na tržište rada. Davatelj koncesije i DPN stoga mogu u Ugovoru o koncesiji ili dopunskom sporazumu zadržati dogovorenu razinu zaposlenja na privremeno razdoblje i definirati uvjete i odredbe za raskid trenutnih ugovora o radu. Ukoliko bi Vlada RH insistirala na produljenom razdoblju

zadržavanja određenog broja djelatnika, DPN možda neće biti u mogućnosti optimizirati troškove poslovanja, što bi imalo znatan negativan učinak na ponudenu Naknadu za koncesiju. Bilo kakav zahtjev Vlade RH da se zadrže prava zaposlenika koja nadilaze ona koja su zakonom propisana mogla bi potaknuti pitanja tržišnog natjecanja EU pa ih se stoga treba vrlo pažljivo oblikovati.

Uvjeti povrata

Jedno od ključnih pitanja za Vladu RH bit će stanje autocesta prilikom isteka Ugovora o koncesiji. Kako bi se osiguralo da autoceste budu vraćene Vladi RH u dobrom stanju, uvjeti povrata predstavljaju uobičajeni sastavni dio ugovora o koncesiji. Ovi uvjeti opisuju skupinu standarda učinkovitosti koji moraju biti zadovoljeni na kraju ugovora o koncesiji kako bi se osiguralo da autoceste imaju razumni preostali vijek upotrebe. Oni su uglavnom nešto stroži kako bi se spriječile manje obnove u posljednji tren koje samo prikrivaju eventualne veće probleme u vezi s učinkovitošću.

Stoga Vlada RH u Ugovoru o koncesiji mora definirati specifične uvjete povrata i potrebe za pokrivanjem rizika za Davatelja koncesije prilikom povrata, kao na primjer:

- DPN će prenijeti Predmetne autoceste na Davatelja koncesije bez ikakvih dugovanja i u odgovarajućem stanju koje će biti navedeno u Ugovornoj dokumentaciji;
- DPN će započeti s uplatom sredstava na rezervni skrbnički račun nekoliko godina prije isteka Ugovora o koncesiji, te će Vladi RH izdati obveznicu za povrat u svrhu pokrića eventualnih nedostataka prilikom povrata;
- Povrat će biti započet u određenom roku prije isteka Ugovora o koncesiji, te će biti zaključen nakon zajedničke inspekcije i procjene bilo kakvih eventualnih radova na obnovi (ukoliko je primjenjivo);

- DPN će poduzeti i izvršiti sve radove u određenom roku prije isteka Ugovora o koncesiji, te će osigurati da autoceste nastave zadovoljavati definirane uvjete i standarde;
- Ukoliko DPN ne izvrši radove u ugovorenom roku, bit će aktivirana obveznica za povrat;
- Osim u odnosu na autoceste, uvjetima povrata bit će određeno što će se dogoditi s osobljem i ostalim pokretninama i opremom u vlasništvu i/ili pod kontrolom DPN-a.

SWOT sažetak

Snage

- velik potencijalni prihod (potencijalno najveće izravno vanjsko ulaganje u povijesti Hrvatske)
- snažan preliminarni interes investitora
- pravo vrijeme za nadmetanje (nepostojanje trenutnih nadmetanja za konkurentske projekte na drugim tržištima što nadalje povećavan interes investitora)
- potencijal za poboljšanje operativne učinkovitosti i kvalitete kroz uključenje međunarodnih profesionalnih operatera autocesta
- mogućnost Vlade RH da podupre Projekt mjerama za smanjenje rizika
- stabilno političko i pravno okruženje te pristup Hrvatske EU daju čvrst temelj za realizaciju projekta
- projekt temeljen na prepoznatim međunarodnim standardima
- ostvarenje priljeva likvidnosti za Republiku Hrvatsku

- dostupnost povijesnih podataka

Slabosti

- potreba za snažnom političkom potporom Projektu kroz fazu nadmetanja
- ograničen broj globalno dostupnih referentnih projekata
- nedovoljne informacije o imovini
- ograničen broj ponuditelja zbog veličine projekta
- ograničeno iskustvo u realizaciji transakcija ove veličine u Hrvatskoj
- mehanizam za određivanje tarifa mora biti jasno definiran
- valutni rizik

Mogućnosti

- jaka preliminarna potražnja od strane investitora bi bila popraćena snažnom konkurencijom
- prijenos rizika upravljanja i održavanja s Vlade RH na investitore
- poboljšanje stanja financijskog tržišta
- poboljšanje prihoda zbog dodatnog poslovanja
- daljnji razvoj luka
- poboljšanje ekonomskog okruženja
- cestovni projekti trenutno u izgradnji su potencijalno uključeni u Projekt
- trošarine na gorivo se mogu koristiti za druge infrastrukturne projekte

Prijetnje

- zbog promjenljivih uvjeta na tržištu i pretpostavki prava procjena vrijednosti Projekta se može znatno razlikovati od navoda pruženih u ovom izvješću
- Nepružanje mjera za povećanje rizika od strane Vlade RH može rezultirati u znatno različitoj procjeni Projekta od navoda pruženih u ovom izvješću
- Projekt možda neće imati potporu od strane interesnih skupina (npr. sindikati)
- slabljenje financijskog tržišta zbog nastavka financijske krize može negativno utjecati na stvarnu procjenu projekta i interes ponuditelja
- konkurentni cestovni projekti mogu utjecati na tijek novca Projekta
- Eurostat pravila za van-bilančni tretman se mogu promijeniti.

Aneks I: Indikativna procjena

Pripremljen je financijski model za davanje indikativne procjene koncesije. Procjena se treba tumačiti kao indikativna i približna Naknadi za koncesiju koja bi Vladi RH mogla biti ponuđena od strane najboljeg ponuditelja. Ova se procjena temelji na ulaznim podacima dobivenima od HAC-a i ARZ-a, kao i na povratnim informacijama dobivenima od tržišta tijekom faze ispitivanja tržišta, te na podacima koji su dostupni javnosti od financijskih tržišta ili odgovarajućih financijskih ustanova. Ovi izračuni pretpostavljaju da će Vlada RH poduprijeti Projekt pomoću navedenih mjera smanjenja rizika u svrhu povećanja vrijednosti transakcije. Zbog postojanja širokog raspona mjera potpore koje se mogu podijeliti na različite razine, Vlada RH je u mogućnosti u bitnome izmijeniti vrijednost transakcije. Svrha ovog izračuna bila je procijeniti raspon vrijednosti transakcije, a ne izračunati točnu vrijednost transakcije (što u ovoj fazi nije bilo moguće).

Pretpostavke

Indikativna procjena transakcije temelji se na sljedećim temeljnim pretpostavkama:

Inflacija	3%
Porast prometa (godišnje)	1,5%
Ukupni prihodi od cestarine u 2012. godini (u milijunima HRK)	1.766
Troškovi upravljanja i održavanja u 2012. godini (u milijunima HRK)	879
Smanjenje prihoda od naplate cestarina	15%
Devizni tečaj HRK/EUR	7,58
Koeficijent vlastitog kapitala	30%

Interna stopa rentabilnosti vlastitog kapitala	12%
Kamata na dug	5,9%

Inflacija od 3% odražava prosječnu očekivanu stopu inflacije koju je odredio *Economist intelligence unit* 16. svibnja 2013. godine. Na temelju zadnjeg izvješća HUKA-e (iz svibnja 2013. godine) prosječni porast prometa 2005.-2012. iznosio je 4,15%. Primijećeno je da je porast prometa u pozitivnoj korelaciji s porastom BDP-a pa je stoga 1,5% kao dugoročni prosječni porast prometa odabran za odražavanje trenutnog gospodarskog razvoja. Podaci o operativnim troškovima, troškovima redovnog održavanja i prihodima od naplate cestarina zaprimljeni su od društava HAC i ARZ i primijenjeni koeficijent odražava najnovije podatke iz 2012. godine. Očekuje se da će DPN poduzeti određene radnje za poboljšavanje učinkovitosti poslovanja i održavanja što će dovesti do smanjenja troškova upravljanja i održavanja u roku od 3 godine. Vrijednost smanjenja prihoda od naplate cestarina temelji se na rezultatima ispitivanja tržišta. Vrijednost od 15% odražava situaciju u kojoj je omogućena većina mjera potpore Vlade RH u svrhu pokrivanja glavnih rizika na koje DPN ne može utjecati i koji bi stoga doveli do pričuva s negativnim učinkom na vrijednost transakcije (devizni rizik, prometni rizik, maksimalni iznosi velikog održavanja). Devizni tečaj za HRK/EUR od 7,58 preuzet je s Bloomberg-a 3. svibnja 2013. godine. Devizni tečaj služi isključivo za preračunavanje početnih vrijednosti prihoda od naplate cestarina i troškova upravljanja i održavanja iz 2012. godine izraženih u HRK u vrijednosti izražene u EUR. Sljedeći izračuni izvršeni su isključivo u EUR. Scenarij koji uključuje koncesiju pretpostavlja financiranje 30% cijene transakcije pomoću vlastitog kapitala i 70% pomoću kredita s pravom prvenstva. Interna stopa rentabilnosti vlastitog kapitala i dužnička kamata temelje se na rezultatima ispitivanja tržišta i odražavaju situaciju u kojoj je omogućena većina državnih jamstava u svrhu pokrivanja glavnih rizika na koje DPN ne može utjecati i koji bi stoga doveli do pričuva s negativnim učinkom na vrijednost transakcije. Sve gore navedene pretpostavke su indikativne i mogu se znatno razlikovati od pretpostavki ponuditelja tijekom nadmetanja za Projekt. Pretpostavke vrijednosti se značajno oslanjaju na mjere za poboljšanje od strane Vlade RH i na razvoju opće ekonomske situacije. Procjena vrijednosti pretpostavlja snažnu potporu u obliku mjera za poboljšanje pruženih od strane Vlade RH.

Metoda procjene

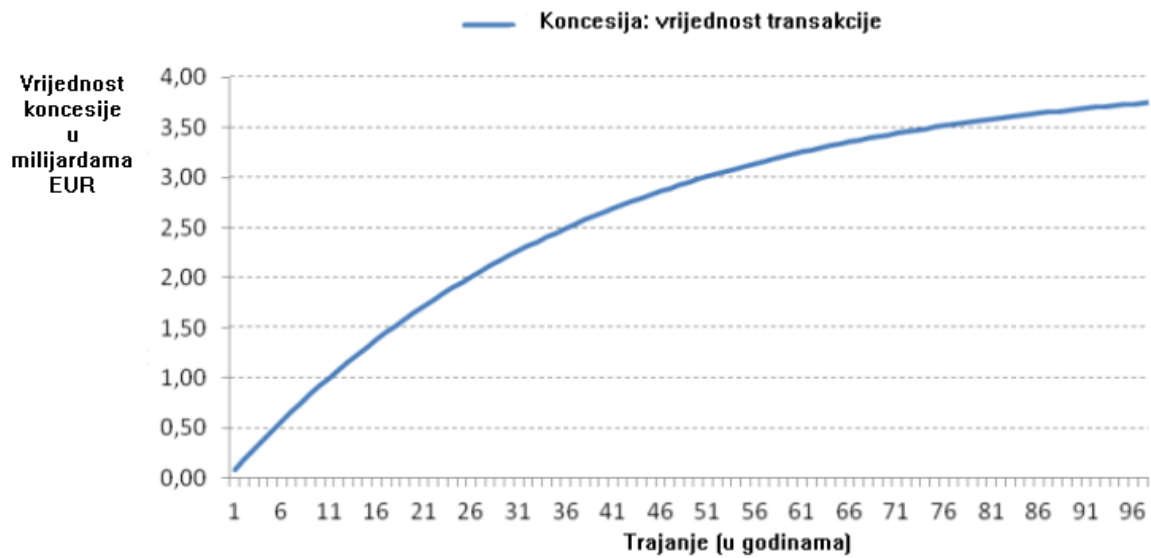
Indikativna vrijednost transakcije za koncesiju izračunata je kao neto sadašnja vrijednost dobiti DPN-a. Ponderirani prosječni trošak kapitala upotrijebljen je kao diskontna stopa. Procijenjena dobit DPN-a izračunata na način da su prihodi od naplate cestarine umanjeni za stopu smanjenja prihoda od naplate cestarine („haircut“), te troškove upravljanja i održavanja. Prihodi od naplate cestarina u 2012. godini korigirani su za inflaciju i očekivani porast prometa. Troškovi upravljanja i održavanja iz 2012. godine također su korigirani za inflaciju, ali se ne očekuje da će porast troškova upravljanja i održavanja također odražavati porast prometa u cijelosti, pa je stoga kao dodatni indeks za inflaciju upotrijebljeno 50% porasta prometa.

Rezultati

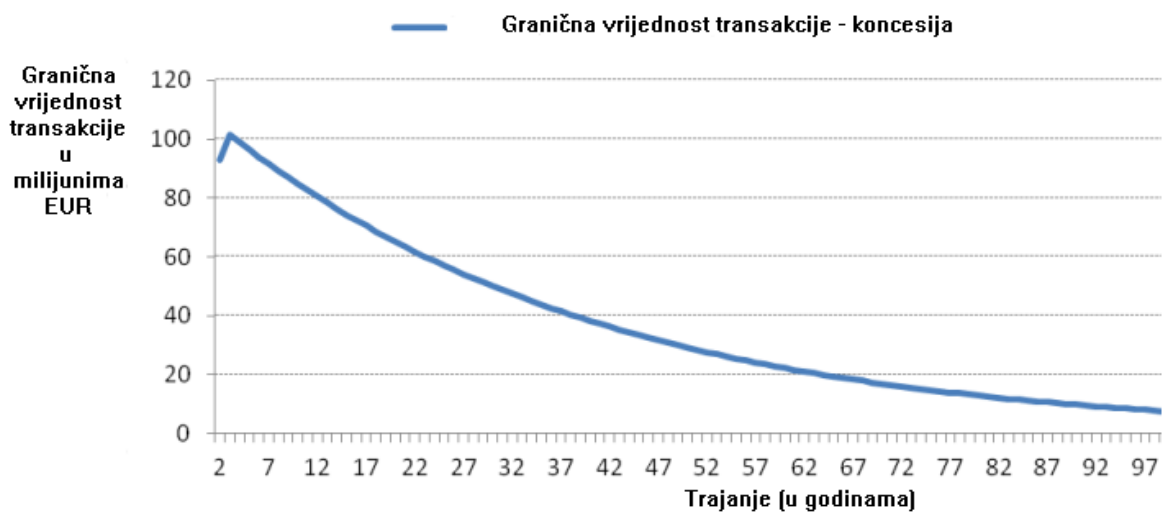
Dolje navedena tabela i graf sažeto prikazuje vrijednost transakcije definiranog scenarija koncesije na temelju njezinog trajanja. Potrebno je napomenuti da bi razdoblje koncesije trebalo biti dulje od 20 godina da bi se mogla iskoristiti ekonomija razmjera i razumna vrijednost transakcije.

Vrijednost transakcije (u milijardama EUR)

Trajanje	5	10	15	20	25	30	35	40	45	50	60	70	99
Koncesija	nema	nema	1,31	1,65	1,96	2,22	2,45	2,65	2,83	3,02	3,24	3,43	3,76



Vrijednost koncesije može zadovoljiti očekivanja Vlade RH ukoliko se razdoblje koncesije produlji na 30 godina ili više. Razdoblje koncesije potrebno je pažljivo ocijeniti u odnosu na granične godišnje vrijednosti transakcije koje su u padu. Granične vrijednosti transakcije koje proizlaze iz produljenja trajanja koncesije za godinu dana sažeto su prikazane u dolje navedenom grafu. Nadalje, postoje i druge varijable koje potencijalno povećavaju vrijednost koncesije kao što su reguliranje cestarine, razine državne potpore u vezi s rizicima koncesije, itd.



Analiza osjetljivosti

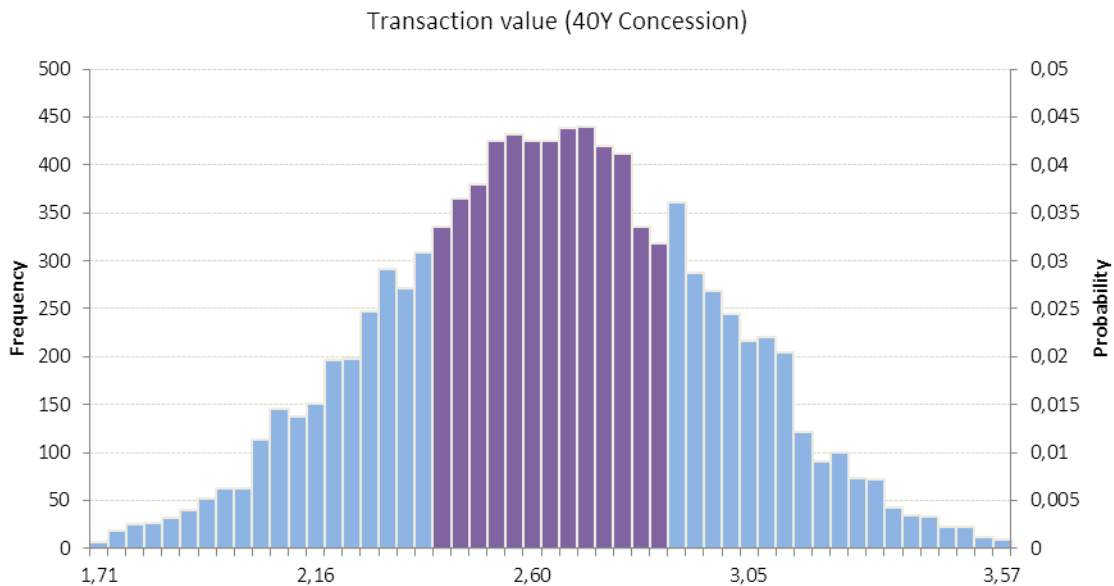
Analiza osjetljivosti pomoću Monte Carlo simulacije izvršena je u svrhu otkrivanja raspodjele vjerojatnosti vrijednosti transakcije u scenariju koji uključuje koncesiju. Simulacija se temelji na gore opisanom financijskom modelu, a sljedeće ulazne vrijednosti određene su kao faktori rizika:

- porast prometa;
- smanjenje prihoda od naplate cestarina;
- koeficijent vlastitog kapitala;
- interna stopa rentabilnosti vlastitog kapitala;
- dužnička kamata;
- prihodi od naplate cestarina i troškovi upravljanja i održavanja (nasumične vrijednosti +/- 5% procijenjene vrijednosti);
- troškovi upravljanja i održavanja kao postotak prihoda od naplate cestarina nakon 3 godine poslovanja.

Raspodjela vjerojatnosti dodijeljena je svakom faktoru rizika, a korelacije između smanjenja cestarine, koeficijenta vlastitog kapitala, interne stope rentabilnosti vlastitog kapitala, te dužničke kamate bile su u skladu s profilom rizika u svakoj iteraciji. U svakoj je simulaciji izrađeno 10.000 scenarija.

Koncesija u trajanju od 40 godina

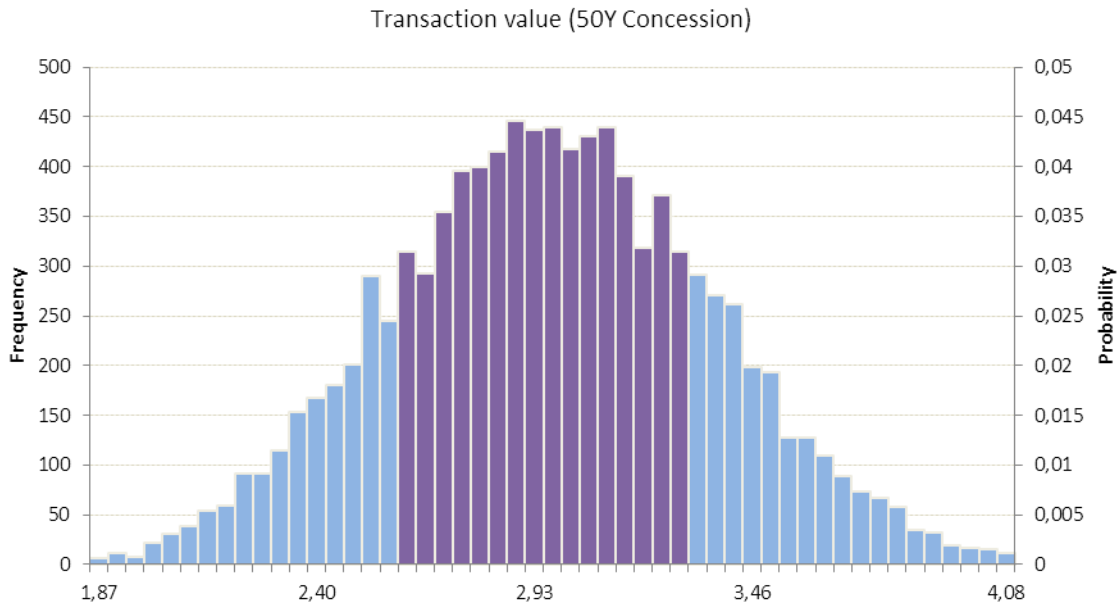
Raspodjela vjerojatnosti vrijednosti transakcije u slučaju koncesije u trajanju od 40 godina prikazana je u dolje navedenom grafu.



Raspodjela vjerojatnosti potvrđuje vrijednost transakcije očekivanu od strane Vlade RH u rasponu od 2,4 – 2,9 milijardi EUR i ostvariva je sa srednjom vrijednošću od oko 2,65 milijardi EUR.

Koncesija u trajanju od 50 godina

Raspodjela vjerojatnosti vrijednosti transakcije u slučaju koncesije u trajanju od 50 godina prikazana je u dolje navedenom grafu.



Raspodjela vjerojatnosti vrijednosti transakcije potvrđuje očekivanu naknadu za koncesiju u rasponu od 2,6 – 3,3 milijarde EUR i ostvariva je sa srednjom vrijednošću od oko 3,06 milijardi EUR.

Dodatak II: Sažetak financijskog dubinskog snimanja

Hrvatske autoceste d.o.o. (HAC ili Društvo)

Uvod

Hrvatske autoceste d.o.o. su osnovane 2001. nakon restrukturiranja Hrvatske uprave za ceste pri čemu su poslovi upravljanja i održavanje nacionalnih autocesta preneseni u HAC. Društvo je u stopostotnom vlasništvu Republike Hrvatske sa sjedištem u Zagrebu. Na 31. prosinac 2012. Društvo je zapošljavalo 2.781 zaposlenika. Glavna djelatnost društva uključuje izgradnju i održavanje javnih autocesta sukladno Programu građenja i održavanja javnih cesta. Program građenja i održavanja javnih cesta na prijedlog Ministarstva donosi Vlada RH za razdoblje od četiri godine. HAC trenutno upravlja i održava ukupno 868 km autocesta.

Prezentacija financijskih izvještaja i računovodstveni tretman

Autoceste nisu u vlasništvu društva. Posebnost imovine kojom se upravlja zahtijeva i specifičan financijski tretman:

- Financijska izvješća HAC-a pripremljena su u skladu s Međunarodnim standardima financijskog izvještavanja, Zakonom o računovodstvu i Zakonom o cestama. Zakon o cestama (Narodne novine 84/11, 22/13) zahtijeva kapitalni pristup u prezentaciji financijskih izvještaja kod operatora državnih autocesta.
 - Kapitalni pristup uključuje prezentiranje određenih poslovnih aktivnosti vezanih uz javno dobro (u ovom slučaju državnih autocesta) unutar kapitala operatora koji upravlja javnim dobrom.
 - Porez na gorivo, koji se naplaćuje kroz prodaju naftnih derivata a koristi se za izgradnju, financiranje i druge aktivnosti upravljanja javnim autocestama, predstavlja imovinu Republike Hrvatske (Javni kapital) i odvojeno se prezentira u pravnoj osobi koja upravlja autocestama (HAC-u). Taj porez (trošarina) predstavlja potporu koju HAC dobiva od države za potrebe izgradnje i upravljanja autocestama. Porez na gorivo je naknada koju plaćaju proizvođači i uvoznici

naftnih derivata kao i nadležno tijelo državne uprave za robne zalihe. Ove naknade se usmjeravaju u HAC i predstavljaju kapital korišten za financiranje izgradnje i održavanje državnih autocesta i otplatu kredita (kredita korištenih za financiranje izgradnje autocesta).

- Amortizacija autocesta je uključena u operativne troškove Društva do visine do koje može biti podmirena iz prihoda Društva. Ostatak se prenosi na teret Javnog kapitala.
- Kamate, pozitivne tečajne razlike i drugi prihodi koji proizlaze iz upravljanja sredstvima koja predstavljaju Javni kapital uvećavaju Javni kapital. Rashodi od kamata, negativne tečajne razlike i druge naknade vezane uz izgradnju i financiranje održavanja državnih autocesta smanjuju Javni kapital.
- Ako prihod generiran tijekom godine premašuje troškove, Javni kapital se povećava. Ukoliko su prihodi manji od troškova, Javni kapital se smanjuje.

Profitabilnost

Račun dobiti i gubitka - HAC d.o.o. i Javno dobro

mHRK	2010.			2011.			2012.		
	HAC	Javno dobro	Ukupno	HAC	Javno dobro	Ukupno	HAC	Javno dobro	Ukupno
Ukupni poslovni prihodi	1.302,1	1.380,3	2.682,4	1.325,1	1.524,5	2.849,5	1.351,0	1.410,0	2.761,1
<i>Prihod od cestarina</i>	1.231,8	-	1.231,8	1.258,0	-	1.258,0	1.286,2	-	1.286,2
<i>Trošarine</i>	-	1.373,2	1.373,2	-	1.439,8	1.439,8	-	1.404,4	1.404,4
<i>Ostalo</i>	70,3	7,0	77,3	67,1	84,7	151,7	64,8	5,6	70,4
Ukupni poslovni rashodi	(741,7)	(81,7)	(823,4)	(692,3)	(139,6)	(831,9)	(777,9)	(0,6)	(778,6)
EBITDA	560,4	1.298,6	1.859,0	632,8	1.384,9	2.017,6	573,1	1.409,4	1.982,5
Amortizacija	(543,1)	(1.127,4)	(1.670,5)	(649,8)	(664,0)	(1.313,7)	(573,7)	(865,9)	(1.439,7)
EBIT	17,3	171,3	188,5	(17,0)	720,9	703,9	(0,6)	543,5	542,8
Neto financijski rezultat	(17,3)	(1.103,4)	(1.120,7)	17,0	(1.243,9)	(1.226,9)	0,6	(968,3)	(968,7)
Neto rezultat	(0,0)	(932,1)	(932,1)	(0,0)	(523,0)	(523,0)	0,0	(425,9)	(425,9)

Izvor: Podaci Menadžmenta

Zbog specifične prirode poslovanja društva, zakonski okvir zahtijeva odvojenu prezentaciju financijskih izvještaja HAC-a i Javnog dobra. Neto rezultat HAC-a je uvijek na nuli zbog amortizacije državnih autocesta (Javnog dobra) koja tereti račun dobiti i gubitka Društva do visine koja može biti pokrivena iz vlastitih prihoda Društva.

S obzirom da Društvo ne posjeduje već upravlja državnim autocestama, zakonski okvir zahtijeva zasebnu prezentaciju prihoda i rashoda Društva od onih koji se pripisuju Javnom dobru.

- Sukladno tomu, prihod od cestarina i operativni troškovi kao što su materijalni troškovi, troškovi rada, održavanja, itd., se prikazuju u računu dobiti i gubitka Društva.
- Trošarine, isključivo uspostavljene za potrebe izgradnje i održavanja državnih autocesta, se pripisuju Javnom dobru, kao i financijski troškovi vezani uz kredite banaka.
- Amortizacija Javnog dobra se djelomično alocira HAC-u (do visine koja može biti pokrivena iz vlastitih prihoda Društva), a djelomično Javnom dobru.

Prihod od cestarina se povećao za 54,4 milijuna HRK (ili 4,4%), ostvarivši 1.286,2 milijuna HRK u 2012. godini. Rast u 2011./2010. od 2,1% je najvećim dijelom uzrokovan rastom broja vozila od 2,4% (sa 32,4 milijuna na 33,2 milijuna), dok je rast u 2012./2011. od 2,2% najvećim dijelom rezultat povećanja cijene cestarina od 15% u lipnju 2012. g.

Operativni troškovi su oscilirali u promatranom periodu od 2010. do 2012. ostvarivši najveću vrijednost od 777,9 milijuna HRK u 2012. g. Troškovi rada i materijalni troškovi su se smanjili u promatranom periodu dok se trošak rezervacija značajno povećao i uzrokovao porast ukupnih troškova u 2012. g. U 2012. g. Društvo je rezerviralo 50,7 milijuna HRK za otpuštanje oko 300 zaposlenika u 2013. g. sukladno Planu restrukturiranja.

Normalizacija EBITDAe

EBITDA normalizacija - HAC d.o.o.

mHRK	2010.	2011.	2012.
Iskazana EBITDA	560,4	632,8	573,1
Normalizacijske prilagodbe	44,4	(28,7)	64,8
Normalizirana EBITDA	604,8	604,1	637,9
Pro forma prilagodbe (I)	194,8	208,6	102,7
Normalizirana pro forma EBITDA (I)	799,6	812,7	740,6
Pro forma prilagodbe (II)	22,0	22,0	22,0
Normalizirana pro forma EBITDA (II)	821,7	834,7	762,6
Iskazani prihod od cestarina	1.231,8	1.258,0	1.286,2
Pro forma prilagođen prihod od cestarina¹	1.385,7	1.407,0	1.324,1
% Iskazana EBITDA marža	45,5%	50,3%	44,6%
% Normalizirana EBITDA marža	49,1%	48,0%	49,6%
% Normalizirana pro forma EBITDA (I) marža	57,7%	57,8%	55,9%
% Normalizirana pro forma EBITDA (II) marža	59,3%	59,3%	57,6%

Napomena: ¹Pro forma prilagođen prihod od cestarina iskazuje efekt po povećanja cestarina (od 7.6.2012.) u periodu prije samog povećanja.

Izvor: Podaci Menadžmenta

Najveće normalizacijske prilagodbe se odnose na rezervacije za restrukturiranje u iznosu od 50,7 milijuna HRK knjižene u 2012. g. u skladu s Planom restrukturiranja i očekivanim smanjenjem broja zaposlenika za oko 300 u 2013. g.

Pro forma prilagodbe se odnose na implementiranje određenih promjena u period prije nastupanja samih promjena. U promatranom razdoblju od 2010. do 2012. najznačajnije prilagodbe obuhvaćaju 15%-tno povećanje cestarina u lipnju 2012.g. i smanjenje troškova zaposlenika, sukladno predviđenim smanjenjem oko 300 zaposlenika u 2013. i potencijalno dodatnih 100 zaposlenika u 2014. godini.

Oko 100 manje radnih mjesta u 2014. je uvjetovano visinom sinergija koje će proizaći iz spajanja sektora naplate i održavanja HAC-a i ARZ-a (HAC-ONC).

Ključni pokazatelji profitabilnosti

Pregled ključnih pokazatelja profitabilnosti

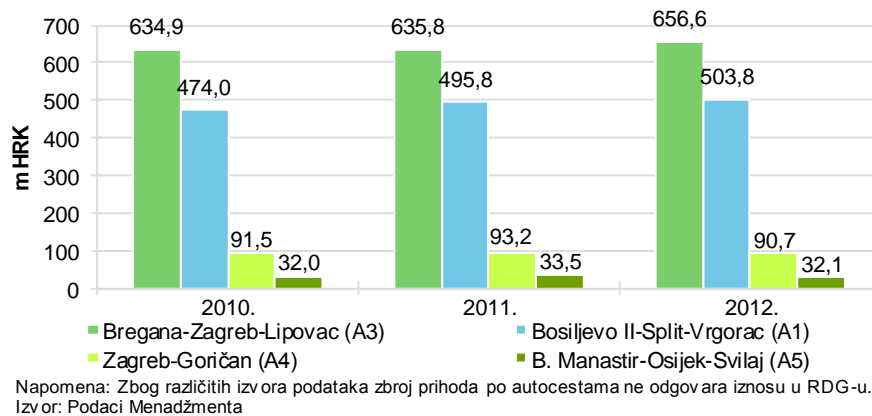
	2010.	2011.	2012.
Osnovni pokazatelji			
Prihod od cestarina, mHRK	1.231,8	1.258,0	1.286,2
Trošak održavanja (u užem smislu), mHRK	130,3	109,4	113,3
Trošak zaposlenika, mHRK	413,5	399,0	406,0
EBITDA, mHRK	560,4	632,8	573,1
Neto rezultat, mHRK	0,0	0,0	0,0
Broj zaposlenika u sektoru održavanja	1.533,0	1.514,0	1.497,0
Duljina autocesta, km	857,9	867,7	867,7
Broj vozila, m	32,4	33,2	31,9
Prevezeni kilometri, m	3.819,6	3.914,2	3.751,9
Omjeri			
Prihod od cestarine / km, THRK	1.435,8	1.449,8	1.482,3
Prihod od cestarine / vozilo, HRK	38,0	37,9	40,4
Trošak održavanja (u užem smislu) / km, THRK	151,9	126,0	130,5
Trošak održavanja, % prihoda od cestarina	10,6%	8,7%	8,8%
Trošak zaposlenika, % prihoda od cestarina	33,6%	31,7%	31,6%
Trošak zaposlenika, % prihoda od cestarina (bez rezervacija iz 2010.)	31,5%	31,7%	31,6%
Broj zaposlenika u sektoru održavanja / km	1,8	1,7	1,7
Vozila / km, u tisućama	37,8	38,2	36,7

Izvor: Podaci Menadžmenta

Pokazatelji vezani uz prihod od cestarina su se poboljšali u 2012. u odnosu na 2010. i 2011. većinom kao rezultat povećanja cestarina polovicom 2012. g. Pokazatelji vezani uz održavanje također su se poboljšali zbog boljih vremenskih prilika u 2011. i 2012., što je rezultiralo smanjenjem troškova zimskog održavanja.

Profitabilnost po autocestama

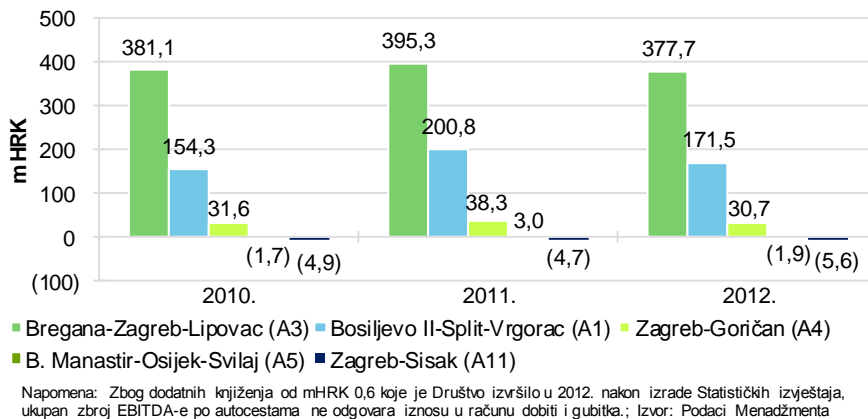
Prihod od cestarina po autocestama



A3, druga najduža autocesta (306,4 km), generirala je najviše prihoda od cestarina koji su u 2012. g. iznosili 656,6 milijuna HRK. Najduža autocesta, A1, (400 km) pokazala je najsnažniji sezonski karakter. U 2012. A1 je uprihodovala 503,8 milijuna HRK.

Promatrajući EBITDA-u, A3 je ostvarila najveću EBITDA-u od 377,7 milijuna HRK u 2012., dok je A1 realizirala skoro upola manju od 171,5 milijuna HRK. Samo je autocesta A3 zabilježila neto dobit od 174,3 milijuna HRK u 2012. godini.

EBITDA po autocestama



Profitabilnost po glavnim sektorima (Naplata, Održavanje I Ostalo)

Račun dobiti i gubitka po sektorima - HAC d.o.o.

mHRK	2010.				2011.				2012.			
	Naplata	Održavanje	Ostalo	Ukupno	Naplata	Održavanje	Ostalo	Ukupno	Naplata	Održavanje	Ostalo	Ukupno
Ukupni poslovni prihodi	1.236,8	4,5	60,8	1.302,1	1.261,3	5,3	58,5	1.325,1	1.290,7	4,8	55,5	1.351,0
<i>Prihod od cestarina</i>	1.231,8	-	-	1.231,8	1.258,0	-	-	1.258,0	1.286,2	-	-	1.286,2
<i>Ostali prihodi</i>	5,0	4,5	60,8	70,3	3,3	5,3	58,5	67,1	4,4	4,8	55,5	64,8
Ukupni poslovni rashodi (bez amortizacije)	(180,2)	(377,2)	(184,4)	(741,7)	(187,1)	(355,5)	(149,7)	(692,3)	(201,6)	(386,0)	(190,3)	(777,9)
<i>Materijalni troškovi</i>	(42,5)	(155,1)	(45,3)	(242,9)	(50,8)	(133,8)	(37,9)	(222,5)	(50,2)	(137,6)	(34,3)	(222,1)
<i>Troškovi zaposlenika</i>	(126,1)	(203,8)	(83,6)	(413,5)	(119,9)	(198,4)	(80,8)	(399,0)	(120,2)	(201,4)	(84,4)	(406,0)
<i>Ostali troškovi</i>	(11,5)	(18,2)	(55,5)	(85,3)	(16,4)	(23,3)	(31,1)	(70,8)	(31,1)	(47,0)	(71,7)	(149,8)
EBITDA	1.056,6	(372,6)	(123,6)	560,4	1.074,2	(350,2)	(91,2)	632,8	1.089,1	(381,2)	(134,8)	573,1
<i>Amortizacija</i>	(11,5)	(32,4)	(499,3)	(543,1)	(6,9)	(27,8)	(615,0)	(649,8)	(6,2)	(28,8)	(538,7)	(573,7)
EBIT	1.045,1	(405,0)	(622,9)	17,3	1.067,2	(378,1)	(706,2)	(17,0)	1.082,9	(410,0)	(673,5)	(0,6)
<i>Neto financijski rezultat</i>	4,3	0,0	(21,6)	(17,3)	3,7	(0,6)	13,9	17,0	3,8	(0,0)	(3,2)	0,6
Neto rezultat	1.049,4	(405,0)	(644,4)	(0,0)	1.070,9	(378,6)	(692,3)	0,0	1.086,8	(410,0)	(676,7)	0,0

Napomena: Dodatna knjiženja u 2012. u iznosu od 4mHRK 0,6 koja je Društvo izvršilo nakon izrade Statističkih izvještaja alocirani su u kategoriju "Ostalo".

Izvor: Podaci Menadžmenta

Sektoru Naplate pripisuju se svi prihodi od cestarina te on predstavlja 95% ukupnih poslovnih prihoda Društva. Ovaj sektor jest drugi najveći po broju zaposlenika sa 842 zaposlenika u 2012. (2011.: 853, 2010.: 880). Pad u broju zaposlenika bio je glavni uzrok pada troškova rada sa 126,1 milijuna HRK u 2010. g. na 120,2 milijuna HRK u 2012. g., ili za 4,9%.

Sektor Održavanja je najveći troškovni centar Društva sa udjelom od oko 51% u ukupnim troškovima poslovanja (bez amortizacije) u promatranom periodu. Troškovi rada Sektora Održavanja predstavljali su oko 50% ukupnih troškova poslovanja zbog velikog broja zaposlenika. Broj zaposlenika smanjio se u promatranom razdoblju sa 1.533 u 2010. na 1.497 u 2012. godini. Materijalni troškovi obuhvaćali su većinom trošak energije (43,3 milijuna HRK u 2012.), trošak sirovina i materijala (34,4 milijuna HRK u 2012.), troškove usluga tekućih investicija i sanacijskog održavanja (37,7 milijuna HRK u 2012.), i ostalo.

Bilanca**Pregled bilance**

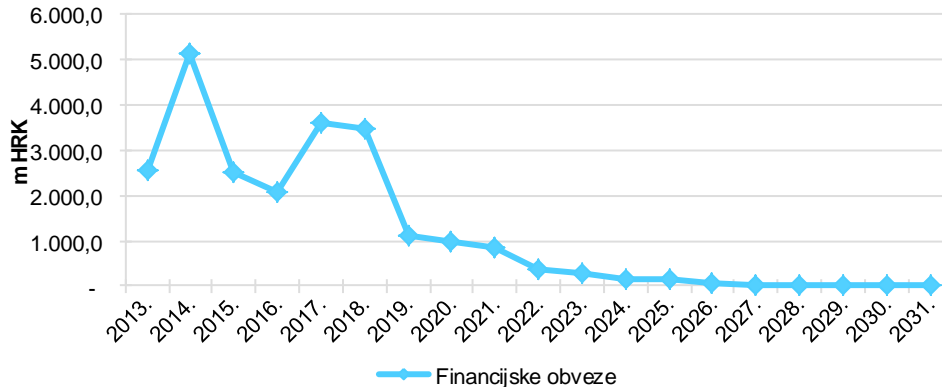
mHRK	31.12.10.	31.12.11.	31.12.12.
Nematerijalna imovina	22,6	15,7	11,9
Nekretnine, postrojenja i oprema	43.920,1	44.092,5	44.487,6
Financijska imovina	205,3	208,2	203,9
Potraživanja	8,7	11,2	12,7
Ukupno dugotrajna imovina	44.156,6	44.327,6	44.716,1
Zalihe	56,1	79,3	68,6
Potraživanja od kupaca	31,2	39,3	96,8
Ostala potraživanja	88,4	133,5	167,1
Financijska imovina	368,9	9,7	5,2
Novac u banci i blagajni	22,8	56,1	418,7
Ukupno kratkotrajna imovina	567,5	317,9	756,3
Plaćeni troškovi budućeg razdoblja/Obračunati prihodi	2,3	2,0	1,0
Ukupna aktiva	44.726,4	44.647,4	45.473,5
Ukupno kapital	22.926,0	22.403,0	21.975,7
Rezerviranja	93,9	115,4	211,3
Obveze za zajmove prema državi	230,0	230,0	230,0
Obveze prema bankama i drugim financijskim institucijama	14.886,8	18.917,0	19.599,2
Ostale dugoročne obveze	0,1	0,1	0,1
Ukupno dugoročne obveze	15.210,8	19.262,5	20.040,6
Obveze za zajmove, depozite i slično	554,9	43,6	83,0
Obveze prema bankama i drugim financijskim institucijama	5.300,8	2.301,6	2.566,7
Obveze prema dobavljačima	424,8	378,6	582,0
Ostale kratkoročne obveze	36,5	37,1	34,0
Ukupno kratkoročne obveze	6.317,0	2.760,9	3.265,8
Odgodeno plaćanje troškova/Prihod budućeg razdoblja	272,7	221,1	191,4
Ukupna pasiva	44.726,4	44.647,4	45.473,5
Financijski pokazatelji			
Koeficijent ubrzane likvidnosti	0,1	0,1	0,2
Koeficijent tekuće likvidnosti	0,1	0,1	0,2
Koeficijent financiranja	95,1%	99,3%	106,9%

Izvor: Podaci menadžmenta

Nekretnine, postrojenja i oprema, najveća stavka imovine, povećavala se za samo 0,6% godišnje u promatranom razdoblju radi usporavanja izgradnje autocesta u usporedbi s razdobljem prije 2010. godine. Autoceste A1 i A3 najduže su i, prema vrijednosti imovine, najznačajnije autoceste HAC-ove mreže s ukupnom imovinom od 17,9 milijardi HRK odnosno 8,8 milijardi HRK.

Od ukupnih obveza na 31.12.2012. u iznosu od 23,5 milijarde HRK, 94,3% se odnosilo na obveze prema bankama za financiranje izgradnje i investicijskog održavanja autocesta. Ukupne financijske obveze HAC-a su porasle sa 20,9 milijardi HRK na 31.12.2010. na 22,4 milijarde HRK na 31.12.2012.

Dospijeće glavnice financijskih obveza



Izvor: Podaci menadžmenta

HAC-u raste pritisak na likvidnost zbog dospelja glavnice na naplatu u iznosu od 5.147,6 milijuna HRK u 2014. te u iznosu od oko 4.600,0 milijuna HRK u 2015. i 2016. godini. 67,5% ukupne glavnice kredita HAC-a ili 15.902,2 milijuna HRK dospeljeva u sljedećih 5 godina.

Visoka zaduženost HAC-a te rastući troškovi financiranja predstavljaju veliki teret poslovanju Društva te će ugroziti njegovu financijsku stabilnost.

Pregled neto duga

mHRK	31.12.10.	31.12.11.	31.12.12.
Dugoročne financijske obveze	15.116,8	19.147,0	19.829,2
Kratkoročne financijske obveze	<u>5.817,7</u>	<u>2.301,6</u>	<u>2.566,7</u>
Ukupno financijske obveze	20.934,5	21.448,6	22.395,9
Novac u banci i blagajni	<u>(22,8)</u>	<u>(56,1)</u>	<u>(418,7)</u>
Neto dug (u užem smislu)	<u>20.911,7</u>	<u>21.392,5</u>	<u>21.977,2</u>
Prilagodbe neto duga			
Dugotrajna financijska imovina	(205,3)	(208,2)	(203,9)
Dugotrajna potraživanja	(8,7)	(11,2)	(12,7)
Kratkotrajna financijska imovina	(368,9)	(9,7)	(5,2)
Obračunati prihodi	(1,8)	(1,0)	(1,0)
Potraživanja za dividende	(5,3)	(6,6)	(0,5)
Rezerviranja	93,9	115,4	211,3
Odgođeno plaćanje troškova	148,4	125,7	100,4
Obveze za primljene predujmove	37,9	43,6	83,0
Ostale dugoročne obveze	<u>0,1</u>	<u>0,1</u>	<u>0,1</u>
Ukupne prilagodbe neto duga	<u>(309,7)</u>	<u>48,1</u>	<u>171,6</u>
Prilagođeni neto dug	<u>20.602,0</u>	<u>21.440,6</u>	<u>22.148,8</u>

Izvor: Podaci menadžmenta

Na 31.12.2012. prilagođeni neto dug iznosio je 22.148,8 milijuna HRK, što je 3,3% ili 708,2 milijuna HRK više nego godinu prije. Prilagodbe neto duga na 31.12.2012. iznosile su 171,6 milijuna HRK.

Glavne pozitivne prilagodbe neto duga uključivale su 203,9 milijuna HRK dugotrajne financijske imovine, te 12,7 milijuna HRK dugotrajnih potraživanja. Glavne negativne prilagodbe neto duga uključivale su 211,3 milijuna HRK rezerviranja, te 100,4 milijuna HRK ukalkuliranih troškova.

Potencijalna izvanbilančna evidencija, stavke s karakteristikama duga te neevidentirana imovina

mHRK	31.12.10.	31.12.11.	31.12.12.
Kapitalne obveze	[]	[]	8.022,2
<i>od čega dionica Doli-Dubrovnik</i>	[]	[]	3.674,8
<i>od čega dionica Lekenik-Mošćenica</i>	[]	[]	588,6
Nerezervirani sudski sporovi	460,5	435,7	441,8
Imovina dana u zalog	34,1	32,0	29,8
Predložene prilagodbe neto obrtnog kapitala	(22,9)	127,7	6,0
Jamstva	-	0,1	-
Ukupno	471,8	595,5	8.499,9
Potencijani neto dug uključujući izvanbilančne te stavke s karakteristikama duga i neevidentiranu imovinu	<u>21.073,8</u>	<u>22.036,1</u>	<u>30.648,7</u>

Izvor: Podaci menadžmenta

Potencijalna izvanbilančna evidencija, stavke s karakteristikama duga te neevidentirana imovina su na 31.12.2012. iznosili 8.499,9 milijuna HRK. Od 8.022,2 milijuna HRK kapitalnih obveza, 4.263,4 milijuna HRK se odnosi na ugovore o građenju koji će najvjerojatnije biti ukinuti budući da nisu predviđeni planom građenja.

Izvori financiranja

Izvori financiranja u 2012. u mHRK

Rashodi/izdaci	Izvori financiranja					Ukupno
	Prihodi/primici				Kredit	
	Cestarina	Ostali prihodi/primici Društva,JD	Kapitalne pomoći iz proračuna			
Inv.ulaganja u izgradnju AC	-	-	-	1.693,4		1.693,4
Inv.održavanje AC	-	-	-	103,4		103,4
Redovno održavanje i upravljanje	711,7	-	-	-		711,7
Ukupno obv. po kreditima JD	574,5	82,9	1.403,8	1.180,9		3.242,1
<i>Kamate i naknade</i>	574,5	82,9	283,4	-		940,8
<i>Otplate kredita</i>	-	-	1.120,4	1.180,9		2.301,3
Sufinanc.komun., vodnih i energet.građ.na javnoj cesti (trošak JD)	-	-	0,6	-		0,6
Ukupno rashodi/izdaci	<u>1.286,2</u>	<u>82,9</u>	<u>1.404,4</u>	<u>2.977,7</u>		<u>5.751,3</u>

Izvor: Podaci menadžmenta

Izdaci za 2012. u iznosu od 5.751,3 milijuna HRK financirani su iz sljedećih izvora:

- 51,8% iz kredita,
- 24,4% iz kapitalnih pomoći iz proračuna (trošarine), te
- 23,8% iz cestarina i ostalih vlastitih prihoda.

U 2012. godini sva su investicijska ulaganja u izgradnju i investicijsko održavanje bila financirana iz kredita. Tijekom svih godina promatranog razdoblja redovno je održavanje u potpunosti pokriveno prihodima od naplate cestarina.

Osim za redovno održavanje, 44,7% prihoda od cestarina je izdvojeno za otplatu dospjelih kamata i naknada po kreditima.

1.404,4 milijuna HRK kapitalnih pomoći iz proračuna je iskorišteno za otplatu kreditnih obveza:

- 79,8% za otplatu glavnice, i
- 20,2% za plaćanje kamata i naknada.

U 2012., 39,7% ili 1.180,9 milijuna HRK povučenih zajmova je iskorišteno za otplatu glavnice, dok je 60,3% ili 1.796,8 milijuna HRK iskorišteno za izgradnju autocesta i investicijsko održavanje.

Glavni izvori otplate duga HAC-a bile su, dakle, kapitalne pomoći iz proračuna i nova zaduženja tijekom promatranog razdoblja.

Poslovni plan Menadžmenta

Menadžment je priredio konsolidirane i individualne račune dobiti i gubitka za HAC i HAC-ONC za period 2013. do 2015. Bilance i izvještaji o tijekovima novca nisu sastavljeni.

Temelj i glavna ideja procesa restrukturiranja je obuhvaćao osnutak novog društva, HAC-ONC, gdje bi se prenijele glavne operativne aktivnosti održavanja i naplate. Formalni prijenos izvršen je sredinom travnja 2013.

Konsolidirani HAC i HAC-ONC račun dobiti i gubitka za 2013.-2015.

mHRK	2012.	2013.P	2014.P	2015.P	2015. vs 2012.	2015. vs 2012.
Prihodi od naplate cestarine	1,286.2	1,375.0	1,416.3	1,430.4	144.2	11.2%
Ostali poslovni prihodi	<u>64.8</u>	<u>67.6</u>	<u>67.6</u>	<u>67.6</u>	<u>2.8</u>	<u>4.3%</u>
Ukupno poslovni prihodi	1,351.0	1,442.6	1,483.8	1,498.0	147.0	10.9%
Materijalni troškovi	(222.1)	(251.7)	(239.2)	(227.5)	(5.4)	2.4%
Troškovi osoblja	(406.0)	(376.8)	(335.4)	(335.4)	70.6	(17.4)%
Rezervacije	(45.7)	(50.8)	(50.8)	(50.8)	(5.1)	11.2%
Vrijednosna usklađenja	(5.3)	(0.7)	(0.7)	(0.7)	4.6	(86.8)%
Ostali operativni troškovi	<u>(48.1)</u>	<u>(48.0)</u>	<u>(42.7)</u>	<u>(42.7)</u>	<u>5.4</u>	<u>(11.2)%</u>
Ukupno troškovi iz poslovanja	(727.2)	(728.0)	(668.8)	(657.2)	70.1	(9.6)%
EBITDA	623.8	714.6	815.0	840.9	217.1	
(bez rezervacija za restrukturiranje)						34.8%
Rezervacija za restrukturiranje*	<u>(50.7)</u>	<u>(9.3)</u>	<u>(20.0)</u>	<u>-</u>	<u>50.7</u>	<u>n/a</u>
(sa rezervacijom za restrukturiranje)	573.1	705.3	795.0	840.9	267.8	46.7%
Amortizacija	<u>(573.7)</u>	<u>(708.7)</u>	<u>(799.4)</u>	<u>(845.2)</u>	<u>(271.5)</u>	<u>47.3%</u>
EBIT	(0.6)	(3.4)	(4.4)	(4.4)	(3.8)	623.9%
Financijski prihodi	12.7	16.0	16.0	16.0	3.3	25.7%
Financijski troškovi	<u>(12.1)</u>	<u>(12.6)</u>	<u>(11.6)</u>	<u>(11.6)</u>	<u>0.5</u>	<u>(4.0)%</u>
Neto financijski rezultat	0.6	3.4	4.4	4.4	3.7	585.5%
Neto rezultat	0.0	(0.0)	0.0	(0.0)	(0.0)	0.0%

Izvor: Plan restrukturiranja

* Napomena 1: u originalnom Planu restrukturiranja, u 2013. godini Rukovodstvo je uključilo mHRK 60 rezervacija za restrukturiranje. Kako je tijekom 2012. godine dio ove rezervacije (u iznosu od mHRK 50,7) već proknjižen, pro-forma prepravak je načinjen u prezentiranom Planu restrukturiranja za 2013. godinu: rezervacija je smanjena za mHRK 50,7 (na mHRK 9,3), a pokriće amortizacije iz kapitala javnog dobra je smanjeno za isti iznos (time smanjujući ukupnu amortizaciju za mHRK 50,7 u usporedbi s originalnim iznosom u Planu restrukturiranja).

** Napomena 2: Ukupan broj zaposlenih (2.476) razlikuje se za 2 kada se uspoređuje sa sumom očekivanog broja zaposlenih po pojedinim odjelima HAC-a i HAC-ONC-a u budućem periodu. Obje brojke (ukupan zbroj te broj po odjelima) su prikazane u Planu restrukturiranja. Nismo zaprimili pojašnjenje te razlike.

Pretpostavka s najznačajnijim utjecajem na profitabilnost se odnosi na oko 300 zaposlenika manje u 2013., i s tim povezano smanjenje troškova zaposlenih. Daljnje smanjenje od 100 zaposlenih u 2014., praćeno poboljšanjem strukture troškova, je uvjetovano spajanjem naplate i održavanja HAC-a s onim ARZ-a. Puni godišnji efekt oba smanjenja (300 zaposlenih manje u 2013., te potencijalno dodatnih 100 manje u 2014.) bi bio vidljiv u 2015., gdje usporedba projiciranog troška u 2015. sa 2012. godinom pokazuje uštedu od 76,9 milijuna HRK po procjeni Menadžmenta. Procjena nižeg troška je prema Menadžmentu izračunata temeljem detaljne analize i kalkulacije. Mi, međutim, nismo zaprimili istu, te nismo u mogućnosti komentirati njezinu točnost.

U skladu s procjenom Menadžmenta, konsolidirana HAC i HAC-ONC EBITDA (bez troška rezervacije za restrukturiranje) bi se trebala poboljšati za 35% (ili oko 217,1 milijuna HRK).

Najznačajniji utjecaj na poboljšanje profitabilnosti u 2015. u usporedbi s 2012. pripisuje se porastu prihoda za 144,2 milijuna HRK, te 70,6 milijuna HRK nižim troškovima zaposlenih.

Autocesta Rijeka – Zagreb d.d. („ARZ“ ili „Društvo“)

Uvod

ARZ je dioničko društvo (čije dionice ne kotiraju na burzi) sa sjedištem u Zagrebu u Hrvatskoj, koje je započelo s radom 15. ožujka 1998. i u stopostotnom je vlasništvu Republike Hrvatske.

ARZ je utemeljen u prosincu 1997. odlukom Vlade Republike Hrvatske te mu je dodijeljena koncesija na 28 godina s ciljem osiguranja financijskih sredstava, građenja, gospodarenja i održavanja autoceste Rijeka-Zagreb, te njenih cestovnih i pratećih objekata.

ARZ upravlja i održava 146,5 km autoceste Rijeka-Zagreb i 35,2 km drugih prometnica što uključuje Krčki most s pristupnim cestama, autocestu i brzu cestu Rupa-Križišće i Riječku obilaznicu. U kolovozu 2007. proširuje se područje koncesije, te se njezin rok produžuje na 32 godine i 11 mjeseci do veljače 2031.godine.

Društvo je zapošljavalo 762 radnika na 31.12.2012.

Profitabilnost

Račun dobiti i gubitka - ARZ d.d.

mHRK	2010.	2011.	2012.
Prihod od cestarina	448.1	472.5	479.6
Prihodi od građenja	103.8	26.7	49.1
Drugi poslovni prihodi	71.9	75.5	74.7
Ukupni poslovni prihodi	623.8	574.7	603.4
Ukupni poslovni rashodi (bez amortizacije)	(328.0)	(268.4)	(306.2)
EBITDA	295.8	306.3	297.3
Amortizacija	(334.9)	(330.8)	(334.6)
EBIT	(39.1)	(24.5)	(37.3)
Financijski prihod	37.9	28.2	11.9
Financijski rashodi	(269.8)	(374.4)	(214.1)
Neto financijski rezultat	(232.0)	(346.2)	(202.2)
Neto rezultat	(271.1)	(370.7)	(239.5)
% EBITDA marža	66.0%	64.8%	62.0%
% EBIT marža	(8.7)%	(5.2)%	(7.8)%
% Neto profitna marža	(60.5)%	(78.4)%	(49.9)%
Prosječan broj zaposlenika	734	733	745
Zaposlenici po km	4.0	4.0	4.1
Troškovi održavanja (u užem smislu) po km (HRK)	270,385	216,555	273,827
Troškovi održavanja (u širem smislu) po km (HRK)	594,333	532,453	593,447

Izvor: Podaci Menadžmenta

Prihodi ARZ-a iznosili su oko 600 milijuna HRK, sa EBITDA maržom između 62% i 66%. Prihod od cestarina koji se generira na autocestama A1 (65 km) i A6 (80 km), dionici Rupa-Matulji na A7 (16 km) i Krčkom mostu (7,2 km) povećao se za 7,0% u promatranom razdoblju od 2010. do 2012. (sa 448,1 milijuna HRK u 2010. na 479,6 milijuna HRK u 2012.).

- Povećanje u 2012./2011. uglavnom je povezano s državnim nadoknadama za neostvoreni iznos mostarine na račun stanovnika otoka Krka (oslobođenim od plaćanja mostarine sukladno Zakonu o otocima), na koje je društvo steklo pravo u srpnju 2011., te u 2012. po prvi puta iskazalo nadoknadu za cjelogodišnje razdoblje.
- Rast u 2011./2010. uzrokovan je povećanjem voznih kilometara (s 1.009,9 milijuna km na 1.044,5 milijuna km) kao i državnim isplatama za Krčki most.

Poslovni rashodi (bez amortizacije) su se smanjili sa 328,0 milijuna HRK u 2010. na 306,2 milijuna HRK u 2012. pod značajnim utjecajem pada troškova od građenja, koji se sukladno IFRIC-u 12 prikazuju i u računu dobiti i gubitka. Društvo iskazuje sve troškove vezane uz građenje, a koji se odnose na imovinu pod koncesijom, u računu dobiti i gubitka u obliku prihoda i rashoda. Prema objašnjenju Menadžmenta, izračun prihoda i rashoda se vrši uz primjenu MRS-a 11, tj. prema stadiju dovršenosti, pri čemu se prihod izračunava dodavanjem procijenjene marže (0,25%) na trošak.

Negativna neto profitna marža se poboljšala sa negativnih 60,5% u 2010. na negativnih 49,9% u 2012. uglavnom uzrokovana 12,8% nižim neto financijskim gubitkom.

- Smanjenje neto financijskog gubitka većinom je uzrokovano padom troška negativnih tečajnih razlika koje su iznosile 84,6 milijuna HRK u 2010., 150,1 milijuna HRK u 2011. te 15,5 milijuna HRK u 2012. godini.

Normalizacija EBITDA-e

EBITDA pro forma prilagodbe - ARZ d.d.

mHRK	2010.	2011.	2012.
Iskazana EBITDA	295.8	306.3	297.3
Prilagođena EBITDA	(213.2)	306.3	297.3
Normalizirana EBITDA	296.1	313.8	317.3
Pro forma prilagodbe			
Ukupne pro forma prilagodbe	<u>67.9</u>	<u>61.0</u>	<u>14.9</u>
Normalizirana pro forma EBITDA	364.1	374.9	332.2
Iskazani prihod od cestarine	448.1	472.5	479.6
Pro forma prilagodba prihoda od cestarina ¹	516.0	533.5	494.5
% Iskazana EBITDA marža	66.0%	64.8%	62.0%
% Prilagođena EBITDA marža	(47.6)%	64.8%	62.0%
% Normalizirana EBITDA marža	66.1%	66.4%	66.2%
% Normalizirana pro-forma EBITDA marža	70.6%	70.3%	67.2%

Napomena: ¹Pro forma prilagođen prihod od cestarina uključuje učinak povećanja cijene cestarine (7. srpanj 2012.) i državnih nadoknade povezane s mostom Krk u razdoblju prije povećanja cijena i prije isplate nadoknade.
Izvor: Podaci Menadžmenta i Deloitte analiza

Normalizirana EBITDA marža iznosila je oko 66% u promatranom razdoblju 2010. do 2012. te je u cijelom periodu bila viša od iskazane EBITDA marže.

Trošak rezerviranja za održavanje od 509 milijuna HRK izuzet je kao normalizacijska prilagodba zbog jednokratne prirode. U 2012. Društvo je u potpunosti vrijednosno uskladilo potraživanja od HEP-a u iznosu od 20,3 milijuna HRK obzirom da je započelo sudski spor s HEP-om (zbog nepriznavanja oko 15 milijuna kuna potraživanja od strane HEP-a). U 2010. i 2011. Društvo je vrijednosno uskladilo stare ENC uređaje za 3,0 milijuna HRK odnosno 2,2 milijuna HRK. Sukladno objašnjenju Menadžmenta prikazani troškovi su jednokratni u prirodi te su, u svrhu normalizacije, isključeni iz EBITDA-e.

Pro forma prilagodbe se odnose na implementaciju učinaka određenih promjena u razdoblja prije promjena. U promatranom razdoblju 2010. do 2012., promjene uključuju povećanje cestarina od 15% u lipnju 2012. i državne nadoknade za korištenje Krčkog mosta od strane stanovnika otoka Krka koje Društvo prima od 26. srpnja 2011. godine. Normalizirana pro forma EBITDA marža iznosila je 67,2% u 2012. godini.

Ključni pokazatelji profitabilnosti

Pregled ključnih pokazatelja profitabilnosti

	2010.	2011.	2012.	CAGR
Glavni pokazatelji				
Prihod od cestarina, mHRK	448,1	472,5	479,6	3,5%
Trošk. održav. (u užem smislu), mHRK	49,1	39,3	49,8	0,6%
Troškovi zaposlenika, mHRK	121,5	124,0	126,6	2,1%
EBITDA, mHRK	295,8	306,3	297,3	0,2%
Neto rezultat, mHRK	(271,1)	(370,7)	(239,5)	(6,0)%
Prosječan br. zaposlenika u Održavanju	341,0	332,0	340,0	(0,1)%
Prosječan br. zaposlenika u Naplati	265,0	259,0	265,0	0,0%
Dužina autocesta, km	181,7	181,7	181,7	0,0%
Broj vozila, m	20,8	22,7	21,9	2,5%
Vozni (prijeđeni) kilometri, m	1.009,9	1.044,5	994,7	(0,8)%
Omjeri				
Prihod od cestarina / km, THRK	2.466,2	2.600,7	2.639,6	3,5%
Prihod od cestarina / vozilo, HRK	21,5	20,8	21,9	1,0%
Trošak održav. (u užem smislu) / km, THRK	270,4	216,6	273,8	0,6%
Trošak održav., % prihoda od cestarina	11,0%	8,3%	10,4%	(2,7)%
Trošak zaposl., % prihoda od cestarina	27,1%	26,2%	26,4%	(1,3)%
Zaposlenici u Održavanju / km	1,9	1,8	1,9	(0,1)%
Vozila / km, u tisućama	114,7	125,0	120,4	2,5%

Izvor: Podaci Menadžmenta

Pokazatelji vezani uz prihod od cestarina su se poboljšali u 2012. u odnosu na 2010. i 2011.:

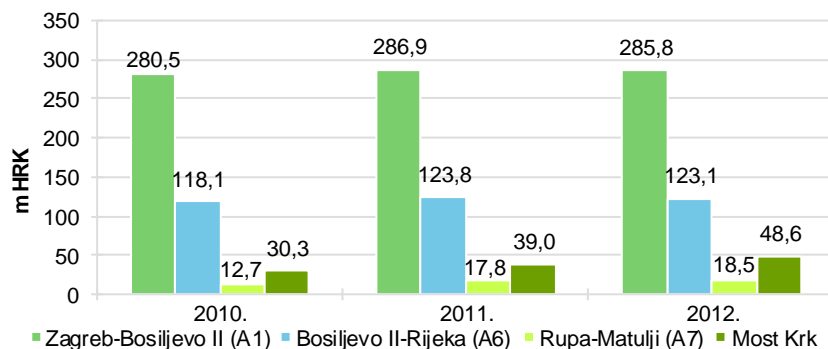
- Budući da je kilometraža pod upravom Društva ostala je nepromijenjena, povećanje prihoda od cestarina po km s 2.466,2 tisuća HRK u 2010. na 2.639,6 tisuća HRK u 2012. rezultat je više naplaćenih cestarina. Kao što je prethodno već napomenuto, rast prihoda je potaknut kombinacijom povećanja cijena te dobivenih državnih nadoknada za Krčki most.
- Prihod od cestarine po vozilu je oscilirao u promatranom razdoblju prikazujući najveću vrijednost od 21,9 HRK u 2012.

Troškovi održavanja (u užem smislu) po km su narasli s 270,4 tisuća HRK u 2010. na 273,8 tisuća HRK u 2012., odnosno za 1,3%, potaknuti blagim povećanjem troškova usluga.

Trošak rada kao postotak prihoda od cestarine se poboljšao s 27,1% u 2010. na 26,4% u 2012. godini.

Profitabilnost po autocestama

Prihod od cestarina po autocestama - ARZ d.d.



Napomena: Prihod od cestarina ne odgovara iznosu u RDG-u budući da ne uključuje određene nematerijalne stavke (mHRK 6,4 u 2010., 5,1 u 2011. i 3,6 u 2012.), koje su ručno knjižene.

Izvor: Podaci Menadžmenta

Dvije najduže autoceste, A6 (80 km) i A1 (65 km), generirale su oko 85% ukupnog prihoda od cestarina u promatranom razdoblju 2010. do 2012.

- Autocesta A1 (Zagreb-Bosiljevo II) predstavljala je najveći udio u prihodima od cestarina (oko 61% u prosjeku), iako je kraće kilometraže od autoceste A6 (66,7 km u odnosu na 79,8 km).
- Spojna uloga A1 između kontinentalne Hrvatske i jadranske obale glavni je uzrok najvećeg doprinosa te autoceste prihodima.

A6 je bila drugi najveći generator prihoda sa 123,1 milijuna HRK u 2012. ili 4,2% više nego u 2010. Iako broji više kilometara, A6 je predstavljala tek oko 40% prihoda A1 zbog manjeg intenziteta prometa.

Krčki most je zabilježio najveći prihod od cestarine po km što je 2012. iznosilo 6,8 milijuna HRK po km. Autocesta A1 je bila druga sa 4,4 milijuna HRK po km, dok su A6 i Rupa-Matulji (A7) zabilježili nešto niže vrijednosti od 1,5 milijuna HRK i 1,2 milijuna HRK u 2012.

Sve promatrane dionice zabilježile su rast prihoda od cestarina u promatranom razdoblju, s time da je Krčki most zabilježio najveći rast od 18,3 milijuna HRK ili 60,2% zbog državnih nadoknada za stanovnike otoka Krka.

Profitabilnost po glavnim sektorima (Naplate, Održavanje i Ostalo)

Poslovni rashodi po glavnim sektorima - ARZ d.d.

mHRK	2010.				2011.				2012.			
	Održavanje	Naplata	Uprava	Ukupno	Održavanje	Naplata	Uprava	Ukupno	Održavanje	Naplata	Uprava	Ukupno
Materijalni troškovi	25,8	4,8	1,1	31,7	20,7	6,0	1,0	27,7	25,5	4,4	1,4	31,3
Troškovi usluga (bez IFRIC-a 12)	11,8	4,1	12,9	28,9	10,6	2,4	15,0	28,1	16,5	1,8	16,5	34,8
Troškovi od građenja (IFRIC 12)	11,5	-	91,9	103,4	8,1	-	18,6	26,6	7,7	0,1	41,2	49,0
Troškovi zaposlenika	50,4	38,3	32,8	121,5	49,5	39,0	35,5	124,0	51,0	40,3	35,3	126,6
Rezervacije i vrijednosno usklađenje	-	0,5	5,0	5,5	-	6,8	21,8	28,6	-	0,3	32,4	32,7
Drugi poslovnih rashodi	8,5	6,0	14,0	28,4	8,0	7,6	17,6	33,3	7,0	6,8	17,7	31,5
Ukupni poslovni rashodi (bez amortizacije)	108,0	53,7	157,7	319,4	96,8	62,0	109,5	268,3	107,8	53,7	144,5	306,0
Amortizacija	7,3	10,9	375,6	393,8	8,0	6,0	316,7	330,8	7,6	6,2	320,7	334,6
<i>Nematerijalna imovina</i>	0,0	0,1	364,0	364,2	1,7	5,8	314,5	322,0	1,8	6,0	319,1	326,9
<i>Materijalna imovina</i>	7,3	10,8	11,5	29,6	6,3	0,2	2,2	8,7	5,8	0,2	1,6	7,6
Ukupni poslovni rashodi	115,3	64,6	533,3	713,2	104,9	68,0	426,2	599,1	115,4	59,9	465,2	640,6

Napomena: 1 Razlika u odnosu na račun dobiti i gubitka za 2010. godinu uzrokovana je prepravkama napravljenim u 2011. Iznos u pitanju povezan je s neprepravljenoj stavkom iz revizijskog izvješća. 2 Nematerijalne razlike u 2010. i 2011. u usporedbi s računom dobiti i gubitka nastale su zbog različitih izvora podataka. 3 Budući da alokacija troška investicijskog održavanja u 2010. nije bila dosljedna s razdobljima koja su uslijedila zbog prve godine primjene IFRIC-a 12, uračunali smo odgovarajući iznos zbog konzistentnosti i usporedivosti podataka.

Izvor: Podaci Menadžmenta

Sektor Održavanja je najveći troškovni centar Društva koji je predstavljao oko 66% ukupnih troškova poslovanja (bez amortizacije) u promatranom razdoblju 2010. do 2012.

Zbog velikog broja zaposlenika, troškovi zaposlenika čine polovicu poslovnih rashoda (bez amortizacije) ovog sektora (50% u prosjeku). Broj zaposlenika stagnirao je u promatranom razdoblju (341 u 2010. i 340 u 2012. godini).

Materijalni troškovi uglavnom uključuju trošak energije (13,3 milijuna HRK u 2012.), sol za održavanje (4,5 milijuna HRK u 2012.), goriva i maziva (4,0 milijuna HRK u 2012.), itd.

Troškovi zimske službe iznosili su oko 8 milijuna HRK u 2012. (prema pro forma izračunu indiciranom od strane Menadžmenta).

Trošak održavanja Riječke obilaznice, koja ne generira prihode, kretao se oko 17 milijuna HRK.

Sektor za Naplatu cestarine je glavni generator prihoda u društvu. On također predstavlja i značajan udio u trošku zaposlenika (31,8% od ukupnog troška zaposlenika u 2012. g.). U Sektoru Naplate broj zaposlenika se nije mijenjao u 2012. u odnosu na 2010.

Bilanca**Pregled bilance**

mHRK	31.12.10.	31.12.10. preprav.	31.12.11.	31.12.12.
Nekretnine, postrojenja i oprema	78,3	55,3	42,4	37,1
Nematerijalna imovina	<u>9.248,5</u>	<u>6.849,7</u>	<u>6.553,9</u>	<u>6.294,8</u>
Ukupno dugotrajna imovina	9.326,8	6.905,0	6.596,3	6.331,9
Zalihe	12,8	12,8	8,6	8,4
Potraživanja od kupaca	28,6	28,6	13,9	37,2
Ostala potraživanja	118,0	118,0	111,3	5,3
Plaćeni troškovi budućeg razdoblja/Obračunati prihodi	70,3	27,6	22,9	17,9
Financijska imovina	570,3	570,3	399,3	114,8
Novac u banci i blagajni	<u>9,2</u>	<u>9,2</u>	<u>19,3</u>	<u>20,2</u>
Ukupno kratkotrajna imovina	809,2	766,5	575,2	203,8
Ukupna aktiva	<u>10.136,0</u>	<u>7.671,5</u>	<u>7.171,5</u>	<u>6.535,7</u>
Ukupno kapital	1.272,2	(1.250,4)	(1.621,1)	(1.867,3)
Rezerviranja	13,0	43,5	46,1	18,1
Obveze prema bankama i drugim financijskim instituc.	7.493,4	7.493,4	7.240,4	6.818,5
Odgođeni prihodi temeljem državnih potpora	<u>992,5</u>	<u>992,5</u>	<u>943,3</u>	<u>894,0</u>
Ukupno dugoročne obveze	8.498,8	8.529,3	8.229,7	7.730,7
Obveze prema dobavljačima	72,4	72,4	39,1	165,8
Obveze za primljene predujmove	0,1	0,1	-	-
Obveze prema bankama i drugim financijskim instituc.	220,7	220,7	400,4	436,5
Odgođeno plaćanje troškova/Prihod budućeg razdoblja	56,0	83,6	102,0	50,2
Ostale kratkoročne obveze	<u>15,9</u>	<u>15,9</u>	<u>21,4</u>	<u>19,8</u>
Ukupno kratkoročne obveze	365,0	392,6	562,9	672,3
Ukupna pasiva	<u>10.136,0</u>	<u>7.671,5</u>	<u>7.171,5</u>	<u>6.535,7</u>
Financijski pokazatelji				
Koeficijent ubrzane likvidnosti	2,2	1,9	1,0	0,3
Koeficijent tekuće likvidnosti	2,2	2,0	1,0	0,3
Koeficijent financiranja	696,7%	(713,5)%	(542,4)%	(450,0)%

Napomena: U 2012. napravljene su dodatne prepravke 2010. i 2011. godine. Prepravci su napravljeni nakon našeg rada s klijentom te nam niti nacrti niti završni financijski izvještaji nisu bili dostupni prije izdavanja ovog izvještaja. Za više detalja, pogledati Prilog 11.

Izvor: Podaci menadžmenta

Nematerijalna je imovina bila najznačajnija stavka ukupne imovine te je u prosjeku iznosila 92,3% od ukupnog s time da se vrijednost nematerijalne imovine smanjivala 4,1% godišnje. Nematerijalna imovina se sastojala od početnog ulaganja u koncesiju, proširenog koncesijskog prava i ulaganja u izgradnju autocesta.

Financijska je imovina (depoziti za izvlaštenje) na 31.12.2012. predstavljala najveću stavku kratkotrajne imovine te iznosila 114,8 milijuna HRK, nakon čega su slijedila potraživanja od kupaca u iznosu od 37,2 milijuna HRK (uglavnom od države).

ARZ je na 31.12.2010. umanjio ukupnu imovinu u iznosu od 2.464,5 milijuna HRK. Međutim, prema revizorskom izvještaju za 2011. imovina se trebala umanjiti za dodatnih

1.730,0 milijuna HRK. Također, napominjemo da nam Menadžment nije mogao pružiti objašnjenje za ulaganja u koncesiju u iznosu od mHRK 179,1 knjiženih 1998. i 1999. godine.

Ukupni je kapital kroz promatrano razdoblje bio negativan te je na 31.12.2012. iznosio (1.867,3) milijuna HRK, zbog priznavanja umanjenja koncesijske imovine prema MRS-u 36 u 2010. godini.

Ukupne financijske obveze su iznosile 7.255,0 milijuna HRK što predstavlja 86,3% ukupnih obveza. Većina kredita od banaka je iskorištena za financiranje izgradnje autocesta. Nije bilo novih zaduživanja tijekom promatranog razdoblja. Prilagodbe neto duga su na 31.12.2012. iznosile (98,6) milijuna HRK. Pozitivne prilagodbe neto duga uključivale su 114,8 milijuna HRK kratkotrajne financijske imovine, te 17,3 milijuna HRK plaćenih troškova i obračunatih prihoda. Negativne prilagodbe neto duga uključivale su 18,1 milijuna HRK rezerviranja, i 15,4 milijuna HRK obračunatih troškova i odgođenih prihoda.

Pregled neto duga

mHRK	31.12.10.	31.12.10. preprav.	31.12.11.	31.12.12.
Dugoročne financijske obveze	7.493,4	7.493,4	7.240,4	6.818,5
Kratkoročne financijske obveze	<u>220,7</u>	<u>220,7</u>	<u>400,4</u>	<u>436,5</u>
Ukupne financijske obveze	7.714,1	7.714,1	7.640,8	7.255,0
Novac u banci i blagajni	<u>(9,2)</u>	<u>(9,2)</u>	<u>(19,3)</u>	<u>(20,2)</u>
Neto dug (u užem smislu)	<u>7.704,9</u>	<u>7.704,9</u>	<u>7.621,5</u>	<u>7.234,8</u>
Prilagodbe neto duga				
[1] Kratkotrajna financijska imovina	(570,3)	(570,3)	(399,3)	(114,8)
[2] Plaćeni troškovi i obračunati prihodi	(69,8)	(27,1)	(22,2)	(17,3)
[3] Rezerviranja	13,0	43,5	46,1	18,1
[4] Obračunati troškovi i odgođeni prihodi	23,9	23,9	31,3	15,4
[5] Obveze po primljenim predujmovima	<u>0,1</u>	<u>0,1</u>	-	-
Ukupne prilagodbe neto duga	<u>(603,2)</u>	<u>(530,0)</u>	<u>(344,1)</u>	<u>(98,6)</u>
Prilagođeni neto dug	<u>7.101,8</u>	<u>7.174,9</u>	<u>7.277,4</u>	<u>7.136,2</u>

Izvor: Podaci menadžmenta

Potencijalna izvanbilančna evidencija, stavke s karakteristikama duga te neevidentirana imovina su na 31.12.2012. iznosili 643,1 milijuna HRK.

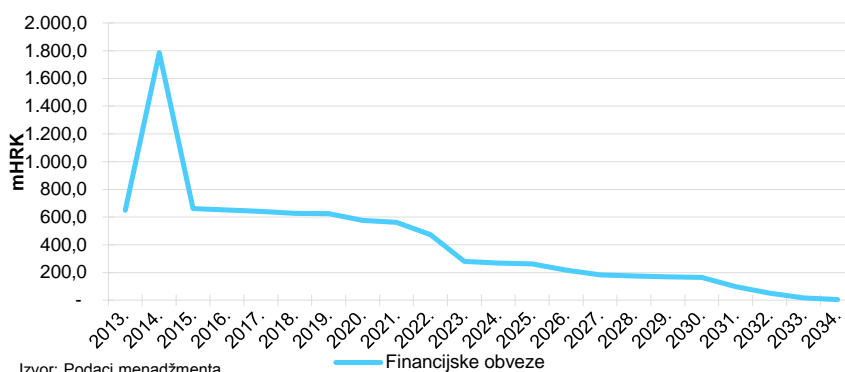
Potencijalna izvanbilančna evidencija, stavke s karakteristikama duga te neevidentirana imovina

mHRK	31.12.10.	31.12.10. preprav.	31.12.11.	31.12.12.
[6] Obveze za buduće troškove održavanja (IFRIC 12)	509,0	509,0	509,0	509,0
[7] Predložene prilagodbe neto obrtnog kapitala	n/a	(20,0)	16,0	99,0
[8] Nerezervirani sudski sporovi	24,3	24,3	76,5	34,4
[9] Kapitalne obveze - investicijsko održavanje	n/a	n/a	n/a	0,6
[10] Kapitalne obveze - izgradnja	61,8	61,8	33,9	-
[11] Jamstva	□	□	□	□
Ukupno	595,1	575,0	635,4	643,1
Potencijalna izvanbilančna evidencija, stavke s karakteristikama duga te neevidentirana imovina	7.696,8	7.750,0	7.912,8	7.779,3
Odgođeni prihodi temeljeni na državnim potporama	992,5	992,5	943,3	894,0

Izvor: Podaci menadžmenta

ARZ u iduće dvije godine neće biti u mogućnosti servisirati svoje dugove bez podrške dioničara ili vjerovnika. 45,5% ukupnog duga ARZ-a odnosno 3.297,4 milijuna HRK dospijeva na naplatu u idućih 5 godina. Visoka zaduženost ARZ-a predstavlja teret poslovanju Društva te stvara veliki pritisak na likvidnost i ugrožava financijsku stabilnost.

Dospijeće financijskih obveza (glavnice i kamata)



Izvor: Podaci menadžmenta

Projekcije menadžmenta

Menadžment je u fazi izrade detaljnog plana restrukturiranja. S obzirom da se strateške smjernice još uvijek dorađuju od strane Menadžmenta, u ovoj fazi nisu bile dostupne na uvid takve detaljne informacije.