

---

# INVESTICIONA ANALIZA

---



---

PREDMET ANALIZE:

**URBANIZOVANO – GRAĐEVINSKO  
ZEMLJIŠTE**

LN 1050 - KP 403/1, 403/2, 404/1, 404/2, 405, 408,  
409/1, 409/2, 415/2, 416, 417, 420  
KO PETROVAC; OPŠTINA BUDVA,  
CRNA GORA

KLIJENT:

**PRVA BANKA CRNE GORE AD  
PODGORICA**

---

KONSULTANT:

TRINITAS A&E DOO PODGORICA



IZVJEŠTAJ PRIPREMIO:

IVAN BULATOVIĆ, MRICS, REV  
SPEC. SCI GRAĐ

---

Podgorica, 10.07.2026.

---

**SADRŽAJ**

|           |                                                                      |           |
|-----------|----------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>1</b>  | <b>REZIME ANALIZE .....</b>                                          | <b>3</b>  |
| <b>2</b>  | <b>OPŠTI PODACI.....</b>                                             | <b>4</b>  |
| 2.1       | PREDMET ANALIZE .....                                                | 4         |
| 2.2       | SVRHA, OBIM I OSNOV PROCJENE.....                                    | 4         |
| 2.3       | DATUMI VEZANI ZA IZVJEŠTAJ.....                                      | 4         |
| 2.4       | IZVORI INFORMACIJA .....                                             | 4         |
| 2.5       | NAJISPATIVIJA I NAJBOLJA UPOTREBA (HABU ANALIZA) .....               | 4         |
| <b>3</b>  | <b>LOKACIJA .....</b>                                                | <b>5</b>  |
| 3.1       | MAKRO-LOKACIJA .....                                                 | 5         |
| 3.2       | MIKRO-LOKACIJA.....                                                  | 6         |
| <b>4</b>  | <b>OPIS NEKRETNINE.....</b>                                          | <b>7</b>  |
| 4.1       | TEHNIČKI OPIS.....                                                   | 7         |
| 4.2       | PLANSKI PARAMETRI.....                                               | 7         |
| 4.3       | IMOVINSKO-PRAVNI STATUS.....                                         | 9         |
| <b>5</b>  | <b>ANALIZA TRŽIŠTA.....</b>                                          | <b>10</b> |
| 5.1       | MAKROEKONOMSKI POKAZATELJI U CRNOJ GORI .....                        | 10        |
| 5.2       | TRŽIŠTE TURISTIČKE PONUDE I HOTELA .....                             | 11        |
| <b>6</b>  | <b>METODOLOGIJA .....</b>                                            | <b>13</b> |
| <b>7</b>  | <b>PROCJENA ISPLATIVOSTI PROJEKTA .....</b>                          | <b>15</b> |
| 7.1       | APART HOTEL – 4*.....                                                | 15        |
| 7.1.1     | PROCJENA BUDŽETA ZA RAZVOJ (CAPEX).....                              | 15        |
| 7.1.2     | PROCJENA PROSJEČNE CIJENE NOĆENJA (ADR) I POPUNJENOSTI HOTELA: ..... | 15        |
| 7.1.3     | OSNOVNE PRETPOSTAVKE .....                                           | 15        |
| 7.1.4     | KALKULACIJA VRIJEDNOSTI .....                                        | 16        |
| 7.2       | KONDO MODEL POSLOVANJA - HOTEL 5* .....                              | 17        |
| 7.2.1     | PROCJENA BUDŽETA ZA RAZVOJ (CAPEX).....                              | 17        |
| 7.2.2     | PROCJENA PROSJEČNE CIJENE NOĆENJA (ADR) I POPUNJENOSTI HOTELA: ..... | 17        |
| 7.2.3     | PROCJENA VRIJEDNOSTI APARTMANA (GDV).....                            | 18        |
| 7.2.4     | OSTALE PRETPOSTAVKE.....                                             | 18        |
| 7.2.5     | KALKULACIJA VRIJEDNOSTI .....                                        | 19        |
| 7.2.6     | ANALIZA OSJETLJIVOSTI.....                                           | 20        |
| <b>8</b>  | <b>REKONSILIJACIJA I ZAKLJUČAK .....</b>                             | <b>21</b> |
| <b>9</b>  | <b>PRILOZI.....</b>                                                  | <b>22</b> |
| 9.1       | FOTO DOKUMENTACIJA .....                                             | 22        |
| 9.2       | KOPIJA PLANA .....                                                   | 24        |
| 9.3       | LIST NEPOKRETNOSTI .....                                             | 25        |
| 9.4       | SERTIFIKAT OVLAŠĆENOG PROCJENJIVAČA.....                             | 27        |
| <b>10</b> | <b>IZJAVA PROCJENITELJA O OGRANIČENJU OD ODGOVORNOSTI .....</b>      | <b>29</b> |

## 1 REZIME ANALIZE

|                               |                                                                                                                        |
|-------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Naručilac/korisnik izvještaja | <b>Prva Banka Crne Gore AD</b>                                                                                         |
| Tip nekretnine                | URBANIZOVANO – GRAĐEVINSKO ZEMLJIŠTE                                                                                   |
| Lokacija                      | Petrovac, opština Budva                                                                                                |
| Katastarski podaci            | KO PETROVAC, OPŠTINA BUDVA<br>LN 1050 - KP 403/1, 403/2, 404/1, 404/2, 405, 408, 409/1,<br>409/2, 415/2, 416, 417, 420 |
| Urbanistički podaci           | UP 41, BLOK 3 i UP 7, BLOK 5<br>DUP „Petrovac – šira zona“                                                             |
| Površina katastarskih parcela | 6.631 m <sup>2</sup>                                                                                                   |
| Ukupna BRGP projekta          | <b>6.656,7 m<sup>2</sup></b><br>(nadzemne etaže)<br><b>2.073,9 m<sup>2</sup></b><br>(podzemne etaže)                   |
| Vlasništvo (obim)             | First assets management d.o.o. Podgorica (1/1)                                                                         |
| Datum izrade izvještaja       | 10.07.2026.                                                                                                            |
| Konsultant                    | Trinitas A&E DOO PODGORICA                                                                                             |
| Izvještaj pripremio           | Ivan Bulatović, MRICS, REV                                                                                             |

## 2 OPŠTI PODACI

### 2.1 PREDMET ANALIZE

Predmet analize je URBANIZOVANO – GRAĐEVINSKO ZEMLJIŠTE, koji se nalazi u Petrovcu, opština Budva. Površina analiziranog zemljišta je **6.631 m<sup>2</sup>**. Objekat nije upisan u katastarsku evidenciju jer je u izgradnji i po zakonu ne može biti upisan u katastar. Faza izgrađenosti objekta je data u nastavku izvještaja. Katastarski podaci su dati u preglednoj tabeli u nastavku:

| KO PETROVAC, BUDVA |       |             |                        |                           |                                                      |
|--------------------|-------|-------------|------------------------|---------------------------|------------------------------------------------------|
| LN                 | KP    | objekat br. | površina               | namjena                   | vlasništvo (obim)                                    |
| 1050               | 403/1 |             | 790,0 m <sup>2</sup>   | građevinska parcela       | First assets management d.o.o.<br>Podgorica<br>(1/1) |
|                    | 403/2 |             | 79,0 m <sup>2</sup>    | voćnjak 2. klase          |                                                      |
|                    | 404/1 |             | 266,0 m <sup>2</sup>   | građevinska parcela       |                                                      |
|                    | 404/2 |             | 214,0 m <sup>2</sup>   | voćnjak 2. klase          |                                                      |
|                    | 405   |             | 44,0 m <sup>2</sup>    | voćnjak 2. klase          |                                                      |
|                    | 408   |             | 2.464,0 m <sup>2</sup> | voćnjak 2. klase          |                                                      |
|                    | 409/1 | 1           | 112,0 m <sup>2</sup>   | šume 4. klase             |                                                      |
|                    |       | 2           | 101,0 m <sup>2</sup>   | društvena stambena zgrada |                                                      |
|                    |       | 3           | 129,0 m <sup>2</sup>   | društvena stambena zgrada |                                                      |
|                    |       | 4           | 12,0 m <sup>2</sup>    | društvena stambena zgrada |                                                      |
|                    |       | 5           | 8,0 m <sup>2</sup>     | pomoćna zgrada            |                                                      |
|                    |       |             | 1.128,0 m <sup>2</sup> | pomoćna zgrada            |                                                      |
|                    |       |             | 500,0 m <sup>2</sup>   | dvorište                  |                                                      |
|                    | 409/2 |             | 49,0 m <sup>2</sup>    | građevinska parcela       |                                                      |
|                    | 415/2 |             | 117,0 m <sup>2</sup>   | voćnjak 2. klase          |                                                      |
|                    | 416   |             | 226,0 m <sup>2</sup>   | voćnjak 2. klase          |                                                      |
|                    | 417   |             | 296,0 m <sup>2</sup>   | voćnjak 2. klase          |                                                      |
|                    | 420   |             | 96,0 m <sup>2</sup>    | voćnjak 2. klase          |                                                      |
| UKUPNO             |       |             | 6.631,0 m <sup>2</sup> |                           |                                                      |

### 2.2 SVRHA, OBIM I OSNOV PROCJENE

Procjenitelj je angažovan od strane Prve Banke Crne Gore AD Podgorica da sprovede investicionu analizu i analizu najbolje i najisplativije namjene predmetne nekretnine radi izrade strategije razvoja ili prodaje nekretnine.

### 2.3 DATUMI VEZANI ZA IZVJEŠTAJ

Datum izrade izvještaja je 10.07.2026 godine.

### 2.4 IZVORI INFORMACIJA

Predmetna analiza je bazirana na ličnoj bazi podataka, istraživanjima o trenutnim trendovima ponude i tražnje na tržištu, analizom urbanističkih parametara, dostavljenih UT uslova, idejnih rješenja, Zakona o izgradnji objekata, Zakona o prostornom planiranju, Odlukama opštine Ulcinj, direktnom komunikacijom sa investitorima, službama opštine, kao i javno dostupnim dokumentima - nezvaničnoj kopiji plana, koja je preuzeta sa veb sajta [www.geoportal.co.me](http://www.geoportal.co.me) i listova nepokretnosti LN 1050 KO Petrovac.

### 2.5 NAJISPLATIVIJA I NAJBOLJA UPOTREBA (HABU ANALIZA)

EVS definišu najbolju i najisplativiju upotrebu kao:

„Najvjerovatnija upotreba imovine, koja je fizički moguća, opravdana, pravno dozvoljena, finansijski izvodljiva i koja rezultira najvećom vrijednošću imovine koja je predmet procjene.“

Zemljište se nalazi u zahvatu DUP-a Petrovac-šira zona i prema izdatim Urbanističko tehničkim uslovima, dozvoljena je gradnja turističkog objekta, pa se smatra da je razvoj lokacije u skladu sa dozvoljenim urbanističkim parametrima najbolja i najisplativija upotreba. Tip objekta i model poslovanja, kao i najbolja i najisplativija namjena su detaljno analizirane u predmetnom izvještaju.

### 3 LOKACIJA

#### 3.1 MAKRO-LOKACIJA

Crna Gora se nalazi na Balkanskom poluostrvu, u jugo-istočnoj Evropi. Graniči se sa Hrvatskom i Bosnom na zapadu, Srbijom na sjeveru i Albanijom na istoku. Na jugu izlazi na Jadransko more. Ukupna površina Crne Gore je 13.812 km<sup>2</sup>, sa populacijom od cca. 625.000 ljudi, prema popisu iz 2011. godine. Glavni i najveći grad Crne Gore je Podgorica. Crna Gora je izglasala nezavisnost od Srbije na referendumu 2006. godine, članica je NATO saveza od juna 2017. godine i kandidat je za članstvo u Evropsku uniju.

Crna Gora je saobraćajno povezana sa Srbijom, preko željeznice Beograd-Bar, razmjena roba se vrši i preko Luke Bar, dok je redovna putnička linija Bar-Bari, ukinuta krajem 2016. godine. Crna Gora ima dva aerodroma: u Podgorici i u Tivtu. Trenutno je završena i puštena u saobraćaj prva prioriteta dionica autoputa Bar-Boljare, od Podgorice do Mateševa (Kolašin), u dužini od oko 42 km. Auto put Bar-Boljare bi trebao da se nadoveže na autoput Beograd-Južni Jadran i da postane dio internacionalnog koridora 11, što bi imalo ogromnog uticaja na povećanje broja turista i ukupne ekonomske aktivnosti Crne Gore.

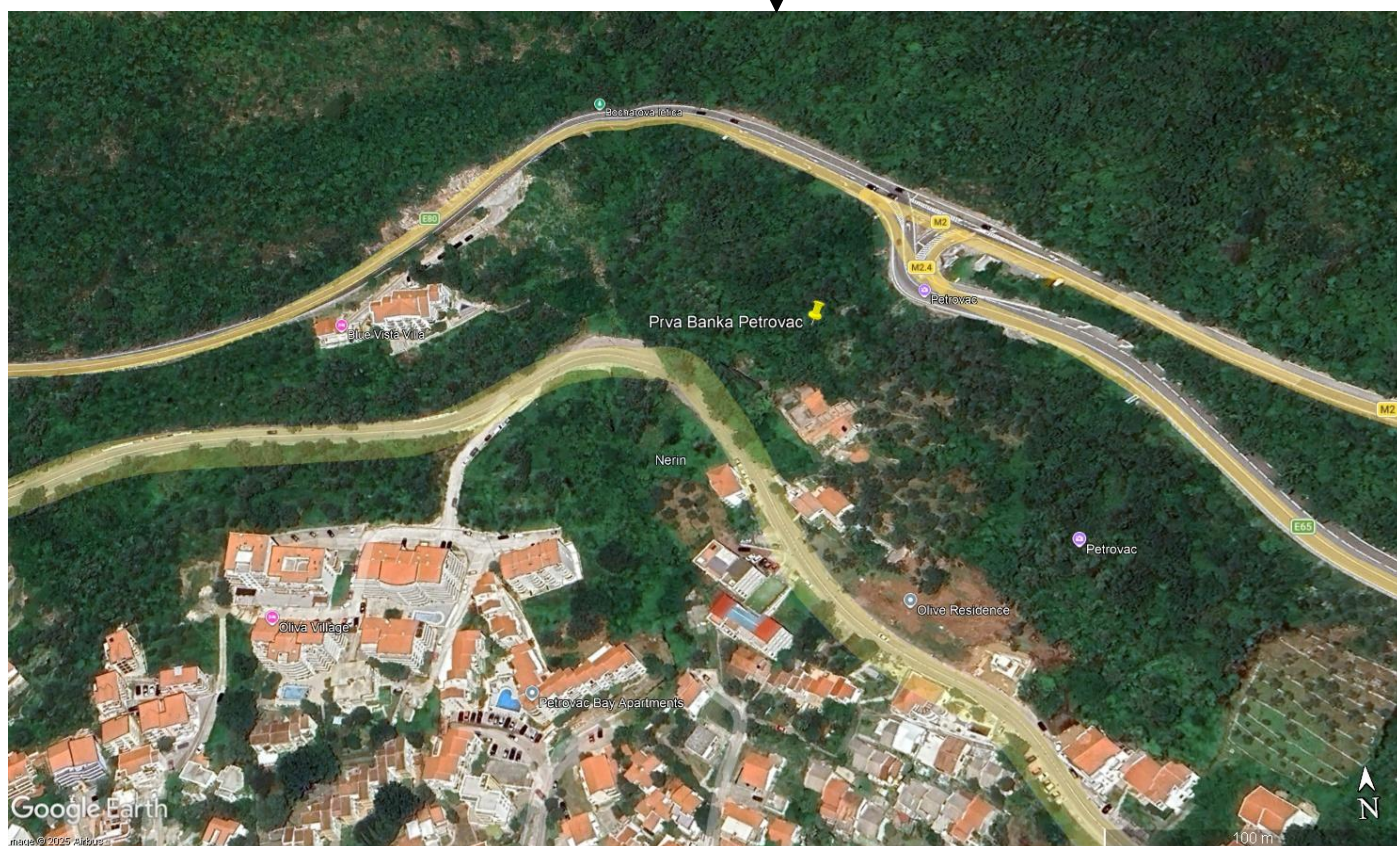
Pozicija Crne Gore:



Pozicija opštine Budva na karti Crne Gore:



### 3.2 MIKRO-LOKACIJA





Predmetna nekretnina se nalazi u opštini Budva, u mjestu Petrovac. Lokacija se nalazi odmah ispod magistrale. Saobraćajna povezanost je dobra jer parcele izlaze direktno na glavnu ulicu koja sa jedne strane vodi ka moru, a sa druge ka izlazu iz Petrovca. Udaljenost od magistrale je oko 400m, dok je udaljenost od mora oko 1,1km. Petrovac je prepoznat kao šarmantno primorsko naselje u okviru budvanske rivijere, prepoznatljivo po svojoj pitomoj atmosferi i autentičnoj arhitekturi. Smješten u uvali u obliku polukruga, grad krasi prelijepa pješčana plaža i prepoznatljiva mletačka tvrđava Kastel Lastva iz 16. vijeka, koja danas služi kao kulturni centar i vidikovac. Petrovac je veoma atraktivan i popunjen u toku turističke sezone.

Geografske koordinate: [42°49'29.1"N 19°31'07.0"E](#)

## 4 OPIS NEKRETNINE

### 4.1 TEHNIČKI OPIS

Predmet analize je urbanizovano-građevinsko zemljište koje je, prema UTU predviđeno za razvoj turističkog objekta. Klijent ima urađen idejni projekat za gradnju Apart hotela. Zemljište se sastoji od 12 katastarskih parcela, ukupne površine 6.631 m<sup>2</sup> koje čine dvije urbanističke parcele – UP 7 i UP 41. Zemljište je pod nagibom, zaraslo u visoko rastinje i na istom se nalazi 5 objekata koji su u dosta lošem tehničkom stanju, površine 388 m<sup>2</sup> bruto i predviđeni su za rušenje.

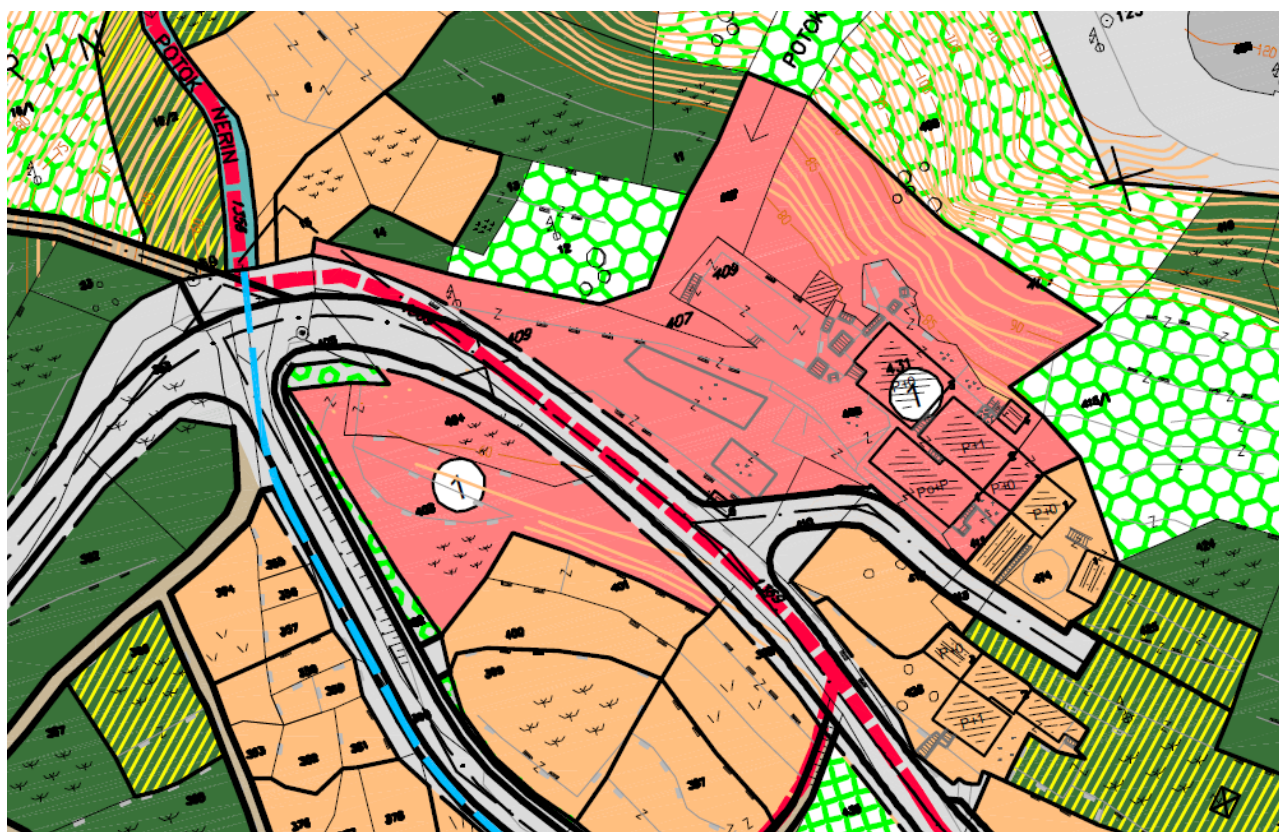
### 4.2 PLANSKI PARAMETRI

Predmetna lokacija je pokrivena DUP-om Petrovac-šira zona, i prema dostavljenim Urbanističko tehničkim uslovima podijeljeno je na 2 urbanističke parcele – UP7 (Blok 5) i UP 41 (Blok 3). Na istima je planirana namjena „Ugostiteljstvo i turizam“. Dozvoljena BRGP na UP 41 je 1.267 m<sup>2</sup>, uz indeks zauzetosti parcele 35% i spratnost 4, dok je na UP 7 dozvoljena BRGP 6.055 m<sup>2</sup>, indeks zauzetosti 50% i spratnost S+4. Klijent je dostavio idejno rješenje za izgradnju apart-hotela na predmetnim parcelama. U nastavku se daje pregled iz UTU, DUP-a i Idejnog rješenja:

|                      |    | POVRŠINA<br>URBANISTIČKE<br>PARCELE u m <sup>2</sup> | BGRP u m <sup>2</sup> | POVRŠINA POD<br>OBJEKTIMA u m <sup>2</sup> | INDEKS IZGRAĐENOSTI | INDEKS ZAUZETOSTI | SPRATNOST |
|----------------------|----|------------------------------------------------------|-----------------------|--------------------------------------------|---------------------|-------------------|-----------|
| URBANISTIČKA PARCELA | 41 | 1.056                                                | 1.267                 | 370                                        | 1.20                | 35%               | 4         |

|                      |   | POVRŠINA<br>URBANISTIČKE<br>PARCELE u m <sup>2</sup> | BGRP u m <sup>2</sup> | POVRŠINA POD<br>OBJEKTIMA u m <sup>2</sup> | INDEKS IZGRAĐENOSTI | INDEKS ZAUZETOSTI | SPRATNOST |
|----------------------|---|------------------------------------------------------|-----------------------|--------------------------------------------|---------------------|-------------------|-----------|
| URBANISTIČKA PARCELA | 7 | 3.364                                                | 6.055                 | 1.682                                      | 1.80                | 50%               | S+4       |

*Izvor: UT uslovi*



KOMERCIJALNI OBJEKTI I USLUGE

①

UGOSTITELJSTVO I TURIZAM

②

TURISTIČKI OBJEKTI



*Izvor: Javno dostupna dokumentacija DUP „Petrovac-šira zona“*

| PREGLED POVRŠINA      |  |                               |         |
|-----------------------|--|-------------------------------|---------|
|                       |  | ETAŽA                         |         |
|                       |  | površina<br>(m <sup>2</sup> ) |         |
|                       |  | NETO                          | BRUTO   |
| ETAŽA                 |  |                               |         |
| 3. SPRAT              |  | 241.4                         | 300.6   |
| 2. SPRAT              |  | 262.6                         | 324.4   |
| 1. SPRAT              |  | 262.6                         | 324.4   |
| PRIZEMLJE             |  | 235.5                         | 315.7   |
| UKUPNO NADZEMNO       |  | 1002.10                       | 1265.10 |
| GARAŽA                |  | 342.2                         | 375.7   |
| UKUPNO PODZEMNO       |  | 342.20                        | 375.70  |
| UKUPNO NETO OBJEKTA:  |  | 1344.3                        |         |
| UKUPNO BRUTO OBJEKTA: |  | 1640.8                        |         |

UP 41

| PREGLED POVRŠINA      |  |                               |         |
|-----------------------|--|-------------------------------|---------|
|                       |  | ETAŽA                         |         |
|                       |  | površina<br>(m <sup>2</sup> ) |         |
|                       |  | NETO                          | BRUTO   |
| ETAŽA                 |  |                               |         |
| 4. SPRAT              |  | 824.7                         | 1012.3  |
| 3. SPRAT              |  | 829.1                         | 1067.7  |
| 2. SPRAT              |  | 829.1                         | 1067.7  |
| 1. SPRAT              |  | 829.1                         | 1067.7  |
| SUTEREN               |  | 906.2                         | 1176.2  |
| UKUPNO NADZEMNO       |  | 4218.20                       | 5391.60 |
| GARAŽA -1             |  | 723.7                         | 849.1   |
| GARAŽA -2             |  | 775.1                         | 849.1   |
| UKUPNO PODZEMNO       |  | 1498.80                       | 1698.20 |
| UKUPNO NETO OBJEKTA:  |  | 5717.0                        |         |
| UKUPNO BRUTO OBJEKTA: |  | 7089.8                        |         |

UP 7

*Izvor: Idejno rješenje Apart hotela*

Prema idejnom rješenju apart-hotel se sastoji od 53 apartmana, od kojih je 43 jednosobna i 10 dvosobnih. Ukupan broj planiranih garažnih mjesta je 46. Prosječna površina jednosobnih apartmana je 56-62 m<sup>2</sup>, dok su dvosobni apartmani površine 85 m<sup>2</sup>.

#### 4.3 IMOVINSKO-PRAVNI STATUS

U listu nepokretnosti br. **1050 KO Petrovac**, na predmetnim kat. parcelama nema upisanih tereta i ograničenja

Nosilac prava svojine nad **predmetnim katastarskim parcelama** je First assets management d.o.o. Podgorica u obimu prava **1/1**.

## 5 ANALIZA TRŽIŠTA

### 5.1 MAKROEKONOMSKI POKAZATELJI U CRNOJ GORI

Na osnovu dostupnih podataka i projekcija relevantnih institucija (Centralna banka Crne Gore, Svjetska banka, Monstat, Evropska komisija) za 2025. godinu, makroekonomski ambijent i BDP Makroekonomska situacija je ostala stabilna, ali uz blago usporavanje rasta u odnosu na prethodne godine.

Rast BDP-a: Procjenjuje se da je ekonomski rast u 2025. godini iznosio oko 3,2% do 3,3%.

Pokretači rasta: Domaća potražnja i investicije su bile glavni pokretači. Poseban rast zabilježen je u sektoru građevinarstva (podstaknut infrastrukturnim projektima i stanogradnjom) i trgovine.

Izazovi: Sektor energetike i industrije suočio se sa izazovima, prvenstveno zbog remonta i privremenog zastoja Termoelektrane Pljevlja, što je uticalo na smanjenje izvoza električne energije. Turizam je imao mješovite rezultate, sa nešto slabijom predsezonom ali solidnim ukupnim doprinosom.

Bankarski sistem Bankarski sistem je zadržao atribut stabilnog, visoko-likvidnog i profitabilnog.

Ključni događaj u 2025. godini bio je ulazak Crne Gore u SEPA (Jedinstveno područje plaćanja u eurima), što je počelo da smanjuje troškove transakcija i olakšava prekogranična plaćanja.

Kreditna aktivnost banaka prema stanovništvu i privredi nastavila je da raste.

Strane direktne investicije (SDI) Iako konačni konsolidovani podaci za neto priliv SDI za cijelu 2025. godinu obično kasne nekoliko mjeseci, preliminarni podaci ukazuju na nastavak investicione aktivnosti, ali uz određene promjene u strukturi.

Ukupne investicije (bruto investicije u osnovna sredstva) su u prvoj polovini godine bilježile snažan rast od oko 7,4%, što sugeriše da je priliv kapitala ostao robustan, posebno u sektoru nekretnina i infrastrukture.

Inflacija i cijene (2025) Inflacija je u 2025. godini bila nešto viša i upornija nego u 2024. godini, podstaknuta rastom zarada (program Evropa Sad 2) i cijenama usluga.

Decembar 2025: Potrošačke cijene su u decembru 2025. u odnosu na isti mjesec 2024. godine bile više za oko 4,0%.

Godišnji nivo: Prosječna inflacija tokom 2025. kretala se u rasponu od 3,5% do 4,0% (zavisno od izvora i perioda posmatranja), što je blagi rast u odnosu na 2024. (3,3%).

Sektorski rast cijena (Trendovi u 2025): Za razliku od 2024, struktura poskupljenja se malo promijenila:

Najveći rast: Zabilježen je u grupama Restorani i hoteli (usluge su nastavile da poskupljuju) i Zdravlje (gdje je zabilježen rast cijena farmaceutskih proizvoda). Grupa Stanovanje, voda, struja takođe je bilježila rast.

Umjereniji rast ili pad: Cijene u grupi Odjeća i obuća su u određenim mjesecima (npr. jul) bilježile pad, dok su cijene hrane imale stabilniji trend rasta u poređenju sa prethodnim šokovima.

Trenutno stanje na tržištu nekretnina je stabilno bez naznaka da će doći do značajnih oscilacija u narednom periodu.

## 5.2 TRŽIŠTE TURISTIČKE PONUDE I HOTELA

Tržište nekretnina u Budvi je standardno najaktivnije što se tiče primorja, ali i Crne Gore i bilježi značajan rast u posljednjih par godina, što je primijećeno i u ostalim djelovima Crne Gore.

Crnogorski turizam se suočava sa strukturnim disbalansom. Ogroman dio kapaciteta čini privatni smještaj (sekundarno stanovanje), dok kolektivni smještaj (hoteli) učestvuje sa znatno manjim procentom. Ovo diktira niže prosječne cijene, otežava kontrolu kvaliteta destinacije i predstavlja nelojalnu konkurenciju hotelskom sektoru.

Tržište je visoko zavisno od ljetnjeg špica (jul i avgust). Prevazilaženje sezonalnosti ostaje primarni izazov, što direktno utiče na projekcije novčanih tokova (cash flow) pri analizi isplativosti hotelskih operacija.

- Regionalna podjela:

Primorje (naročito Boka Kotorska): Sve više se pozicionira kao destinacija za luksuzni turizam kroz velike projekte (Porto Montenegro, Luštica Bay, Portonovi).

Sjever (Kolašin, Žabljak): Prolazi kroz ekspanziju podstaknutu razvojem skijališta i ranijim programom ekonomskog državljanstva, ali taj razvoj usko zavisi od dinamike završetka prateće infrastrukture.

- Investicioni ciklus i modeli razvoja

Hibridni i kondo hoteli: Investitori se na primorju i sjeveru masovno odlučuju za kondo i mješovite (mixed-use) modele. Ovi koncepti omogućavaju brz povrat dijela kapitala kroz prodaju apartmanskih jedinica, dok se ostatak kompleksa koristi za klasično hotelsko poslovanje.

Dok segment rizorta sa 5 zvjezdica raste, tržištu hronično nedostaju kvalitetni, internacionalno brendirani hoteli sa 3 i 4 zvjezdice. Takvi objekti bi bili operativniji tokom cijele godine i generisali stabilniji prihod kroz MICE (kongresni) ili gradski turizam.

- Infrastrukturni izazovi

Slaba saobraćajna povezanost (stanje aerodroma u Podgorici i Tivtu, ljetnje gužve na primorju, tempo izgradnje autoputa Bar-Boljare) predstavlja limitirajući faktor koji može oboriti potencijalnu vrijednost nekretnina na inače elitnim lokacijama.

Analiza hotelskog poslovanja po opštinama na primorju:

### **Herceg Novi**

Istorijski posmatrano, Herceg Novi je kaskao za ostatkom primorja u premium segmentu, ali je nedavno doživio tektonsku promjenu profila destinacije.

Karakteristike tržišta: Tržište je polarizovano. S jedne strane su stariji objekti masovnog turizma, a sa druge „ultra-luxury segment“ i revitalizovani istorijski kompleksi.

Ključni objekti: One&Only Portonovi (5\*), Lazure Hotel & Marina (5\* - Meljine), Iberostar Herceg Novi (4\* - Njivice), i predmet procjene – Mamula.

Prosječne cijene noćenja: \* Dolazak One&Only rizorta je snažno podigao statistički prosjek grada. U ovom objektu cijene se kreću od oko 300€ van sezone do 1.200€ - 2.000€+ u špicu sezone.

Kod ostalih premium hotela (poput Lazure), ADR je realističniji indikator šireg tržišta: 100€ - 150€ zimi, dok u špicu dostiže 250€ - 400€.

## **Tivat**

Tivat funkcioniše kao tržište integrisanih rizorta, strogo diktirano nautičkim turizmom i stranim expat zajednicama.

Karakteristike tržišta: Najmanja zavisnost od klasičnog kupališnog turizma. Prisustvo marina za megajahte i zatvorenih kompleksa omogućava nešto dužu sezonu i stabilniji RevPAR (prihod po raspoloživoj sobi). Zbog greenfield prirode projekata poput Luštica, konstruktivni i inženjerski troškovi (CAPEX) su u startu predvidljiviji.

Ključni objekti: Regent Porto Montenegro (5\*), The Chedi Luštica Bay (5\*), Nikki Beach Resort (5\*).

Prosječne cijene noćenja: Zbog snažnog poslovnog i rezidencijalnog jezgra, cijene su najstabilnije van sezone i kreću se oko 150€ - 250€. U julu i avgustu, prosjek za standardne luksuzne sobe skače na 450€ - 800€.

## **Kotor**

Kotor je specifičan zbog topografije i strogih UNESCO restrikcija, što direktno ograničava obim gradnje i oblikuje hotelsku ponudu.

Karakteristike tržišta: Dominira boutique i heritage koncept (adaptacija starih palata u Starom gradu i Perastu). Ovakvi projekti nose izuzetno visoke troškove rekonstrukcije i statičke sanacije. Zbog malog ukupnog broja soba u opštini, ponuda je oskudna, što drži cijene neelastičnim. Stabilizator tržišta u smislu kapaciteta je noviji kompleks u Prčanju.

Ključni objekti: Hyatt Regency Kotor Bay Resort (5\*), Heritage Grand Perast (5\*), Forza Mare (5\* - Dobrota), Boutique Hotel Astoria (4\*).

Prosječne cijene noćenja: Hoteli sa 4 zvjezdice drže prosjek od 80€ - 150€ zavisno od mjeseca. Objekti sa 5 zvjezdica kreću od 150€ u zimskim mjesecima do oko 350€ - 600€ u ljetnjem piku, naročito u Perastu i Dobroti.

## **Budva**

Budva je najzrelije, najmasovnije, ali i najzasićenije tržište.

Karakteristike tržišta: Prisutna je oštra konkurencija. Iako drži najveći volumen prometa, hiperprodukcija apart hotela i apartmana vrši pritisak na cijene klasičnih hotela. Kako bi održali likvidnost van sezone, veliki hoteli se snažno oslanjaju na MICE (kongresni) turizam i kazino operacije. Prilikom analize ovog tržišta, status Svetog Stefana (koji je istorijski bio cjenovni reper) predstavlja bitan faktor neizvjesnosti destinacije.

Ključni objekti: Dukley Hotel & Resort (5\*), Splendid Conference & Spa (5\* - Bečići), Maestral Resort & Casino (5\* - Pržno), Avala Resort (4\*).

Prosječne cijene noćenja: Za hotele sa 4 zvjezdice, prosjek je 60€ - 100€ van sezone, do 150€ - 200€ ljeti. Za hotele sa 5 zvjezdica, startne cijene su 120€ - 200€ van sezone, dok u špicu dostižu 300€ - 700€+ (premium koncepti poput Dukley-a često idu i znatno preko ovog iznosa).

## **Opšte tržište (Budva):**

Opština Budva generiše gotovo polovinu ukupnog turističkog prometa u Crnoj Gori. Međutim, centralni dio Budve i Bečići se suočavaju sa visokim stepenom izgrađenosti i rizikom od predimenzionisanosti ponude (oversupply) u određenim segmentima. Iako su ultra-luksuzni rizorti i dalje atraktivni, masovni turizam vrši pritisak na infrastrukturu, što sofisticiranije goste i investitore usmjerava ka mirnijim enklavama na rivijeri.

**Mikrolokacija (Petrovac):**

Petrovac se tradicionalno pozicionira kao destinacija za porodični turizam višeg nivoa, sa mirnijim tempom i limitiranim prostorom za dalju urbanu ekspanziju (prirodno ograničen zalivom i brdima). Ova prostorna ograničenost zapravo štiti vrijednost nekretnina i smanjuje rizik od nekontrolisane konkurencije. Tržište Petrovca karakteriše:

- **Izraženija sezonalnost:** U poređenju sa centralnom Budvom, predsezona i postsezona su kraće, a fokus je na periodu od juna do septembra.
- **Profil gosta:** Dominiraju porodice sa djecom iz regiona, Zapadne i Istočne Evrope, koje traže mir, blizinu plaže i komfor.

**6 METODOLOGIJA**

Procjena isplativosti projekta je rađena poređenjem dva scenarija razvoja zemljišta:

1. Apart hotel – 4\*
2. Klasični hotel – 5\* koji bi poslovao po kondo modelu

U narednoj tabeli se daje kratak prikaz poređenja osnovnih karakteristika za oba scenarija:

| Kriterijum                                  | 5* Kondo Hotel (Mješovito vlasništvo)                                                       | 4* Klasični Apart-hotel (Jedinstveno vlasništvo)                                                         |
|---------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Model prihoda                               | Kombinovan: Prodaja nekretnina + Hotelske operacije                                         | Isključivo: Hotelske operacije (Izdavanje)                                                               |
| Pravni status jedinica                      | Etažiraju se. Moguća prodaja 1/1 fizičkim licima uz obavezu ugovora o menadžmentu           | Nema etažiranja prodajnih jedinica. Objekat je jedinstvena cjelina (1/1 vlasništvo)                      |
| CAPEX (Troškovi izgradnje)                  | Veoma visoki. Zahtijeva stroge 5* standarde, skuplje materijale i bogate prateće sadržaje   | Srednji do visoki. Prilagodljiviji standardi, manji zahtjevi za luksuznim zajedničkim prostorima         |
| Likvidnost / Cash Flow                      | Brza (Front-loaded). Prodaja apartmana u izgradnji znatno smanjuje potrebu za kreditiranjem | Spora (Back-loaded). Povrat se ostvaruje isključivo kroz godinama akumuliranu dobit iz operacija         |
| Naknada za komunalno opremanje (Komunalije) | Plaća se puna tarifa na neto površinu jedinica koje idu u prodaju                           | Plaća se na bruto površinu. Mogućnost ostvarivanja prava na popust do 75%. U modelu usvojeno 60% popusta |
| ADR                                         | 190-200 €/noć                                                                               | 150-165 €/noć                                                                                            |
| Popunjenost                                 | 48-53%<br>(na posmatrani period od 10 mjeseci)                                              | 45-50%<br>(na nivou cijele godine)                                                                       |

Procjena je rađena rezidualnom metodom. Ova metoda se primjenjuje za procjenu vrijednosti neizgrađenog građevinskog zemljišta, objekata u izgradnji, ili postojećih nekretnina koje imaju jasan potencijal za rekonstrukciju, dogradnju ili promjenu namjene (razvojni projekti). Ova metoda se zasniva na ekonomskom principu da je trenutna vrijednost nekretnine sa razvojnim potencijalom jednaka razlici između ukupne procijenjene vrijednosti budućeg, završenog projekta i svih troškova neophodnih za njegovu realizaciju, uz obavezno uračunavanje adekvatnog profita investitora.

U skladu sa IVS i RICS standardima (Red Book), rezidualna metoda predstavlja specifičnu primjenu tržišnog pristupa i pristupa zasnovanog na troškovima, koja se kod kompleksnijih projekata i dužih faza izgradnje najčešće modeluje kroz tehniku diskontovanih novčanih tokova (DCF).

Osnovna jednačina na kojoj se bazira model glasi: **Preostala (rezidualna) vrijednost = Bruto razvojna vrijednost (GDV) – (Ukupni troškovi razvoja + Profit investitora)**

**Ključni parametri analize:**

1. **Bruto razvojna vrijednost (Gross Development Value - GDV):** Predstavlja procijenjenu tržišnu vrijednost cjelokupnog projekta po njegovom završetku, pod pretpostavkom da je spreman za

prodaju, izdavanje ili operativno poslovanje na otvorenom tržištu. Bruto razvojna vrijednost se utvrđuje primjenom uporedne metode ili metode kapitalizacije potencijalnih prihoda.

2. **Troškovi razvoja:** Obuhvataju sve direktne i indirektne (tzv. "hard" i "soft") troškove koji su neophodni za privođenje projekta konačnoj namjeni. U modelu su obuhvaćeni sljedeći troškovi:
  - **Građevinski i zanatski radovi:** Troškovi izgradnje, opremanja i uređenja terena.
  - **Takse i naknade:** Troškovi komunalnog opremanja zemljišta, priključci na infrastrukturu i takse za izdavanje dozvola.
  - **Stručne usluge:** Arhitektonsko i inženjersko projektovanje, stručni nadzor, pravne, konsultantske i agencijske usluge.
  - **Troškovi finansiranja:** Troškovi angažovanog kapitala ili kamate na kredite tokom trajanja perioda izgradnje.
  - **Troškovi marketinga i prodaje:** Troškovi oglašavanja i provizije posrednika u prometu nepokretnosti.
  - **Rezerva za nepredviđene troškove (Contingency):** Adekvatan procenat rezervisan za fluktuacije u cijenama materijala i nepredviđene situacije na gradilištu.
3. **Profit investitora (Developer's Profit):** Predstavlja finansijsku nagradu, odnosno očekivani prinos investitoru za preuzimanje rizika planiranja, izgradnje i prodaje/izdavanja projekta. Iskazuje se kao procenat od Bruto razvojne vrijednosti (GDV) ili od ukupnih troškova, a njegova visina reflektuje specifičan rizik projekta, trenutno stanje na tržištu i tip nekretnine koja se razvija.

**Ograničenja i osjetljivost modela** Bitna karakteristika rezidualne metode je njena visoka osjetljivost na ulazne parametre (tzv. *leverage effect*). Relativno male varijacije u procjeni Bruto razvojne vrijednosti ili troškova izgradnje mogu rezultirati nesrazmjerno velikim amplitudama u konačnoj rezidualnoj vrijednosti zemljišta ili objekta. Zbog toga su u okviru ovog izvještaja ulazni parametri pažljivo kalibrisani na bazi aktuelnih tržišnih uslova u Crnoj Gori, cijena građevinskog materijala i radne snage, kao i stopa prinosa koje zahtijevaju tržišni učesnici za uporedive investicione poduhvate. Takođe je rađena i analiza osjetljivosti koja je prikazana u izvještaju.

## 7 PROCJENA ISPLATIVOSTI PROJEKTA

### 7.1 APART HOTEL – 4\*

#### 7.1.1 PROCJENA BUDŽETA ZA RAZVOJ (CAPEX)

| Ukupni troškovi izgradnje                    |                         |                                      |                                          |                                       |
|----------------------------------------------|-------------------------|--------------------------------------|------------------------------------------|---------------------------------------|
| Tip nekretnine                               | Površina (BRP)          | Troškovi izgradnje po jedinici mjere | Troškovi                                 | Komentari                             |
| Građevinsko-zanatski radovi - nadzemne etaže | 6.656,70 m <sup>2</sup> | € 826,45                             | € 5.501.405                              | svi troškovi bez PDV-a                |
| Građevinsko-zanatski radovi - podzemne etaže | 2.073,70 m <sup>2</sup> | € 413,22                             | € 856.901                                |                                       |
| Rušenje postojećih objekata                  | 388,00 m <sup>2</sup>   | € 82,64                              | € 32.066                                 |                                       |
| Uređenje terena                              | 2.326,00 m <sup>2</sup> | € 30,00                              | € 69.780                                 |                                       |
| Namještaj/opremanje hotela                   | 3.296,72 m <sup>2</sup> | € 123,97                             | € 408.684                                |                                       |
| <b>Direktni troškovi</b>                     |                         |                                      | <b>€ 6.868.836</b>                       |                                       |
| Troškovi izrade glavnog projekta             |                         | €/m <sup>2</sup> 35,00               | € 232.985                                | Glavni projekat i projekat enterijera |
| Projekt menadžment                           |                         | 3,0%                                 | € 206.065                                |                                       |
| Nepredviđeni troškovi                        |                         | 3,0%                                 | € 206.065                                |                                       |
| Naknada za priključak na regionalni vodovod  |                         | 1,0%                                 | € 55.014                                 | 1% od predračunske vrijednosti radova |
| Troškovi komunalija                          |                         | €/m <sup>2</sup> 193,93              | € 516.374                                | II Zona - 60%                         |
| <b>Indirektni troškovi</b>                   |                         |                                      | <b>€ 1.216.502</b>                       |                                       |
| <b>UKUPNO</b>                                |                         |                                      | <b>1.215 €/m<sup>2</sup> € 8.085.338</b> | bez PDV-a                             |

#### 7.1.2 PROCJENA PROSJEČNE CIJENE NOĆENJA (ADR) I POPUNJENOSTI HOTELA:

|                             | 15.4-31.5<br>1.-31.10. | 1-15.6<br>15-30.9 | 16.6.-30.6.<br>1.9.-15.9. | JUL<br>AVGUST | OSTALO | UKUPNO | BR. SOBA |
|-----------------------------|------------------------|-------------------|---------------------------|---------------|--------|--------|----------|
|                             |                        |                   |                           |               |        |        | 53       |
| Jednosobni apartman         | 100,00                 | 120,00            | 140,00                    | 150,00        | 80,00  |        | 43       |
| Dvosobni apartman           | 120,00                 | 140,00            | 160,00                    | 170,00        | 100,00 |        | 10       |
|                             |                        |                   |                           |               |        |        |          |
| Broj dana                   | 78                     | 30                | 30                        | 62            | 165    | 365    |          |
|                             |                        |                   |                           |               |        |        |          |
| Zauzetost                   | 40%                    | 70%               | 80%                       | 95%           | 25%    |        |          |
|                             |                        |                   |                           |               |        |        |          |
| Total occ.                  | 48%                    |                   |                           |               |        |        |          |
|                             |                        |                   |                           |               |        |        |          |
| Total prihodi od soba (EUR) | 1.155.425              |                   |                           |               |        |        |          |
|                             |                        |                   |                           |               |        |        |          |
| ADR (EUR/dan)               | 124                    |                   |                           |               |        |        |          |

Napomena: cijene noćenja su bez PDV-a

#### 7.1.3 OSNOVNE PRETPOSTAVKE

Osim gore navedenih pretpostavki, pretpostavlja se da će faza izgradnje hotela trajati 2 godine. Osim perioda izgradnje u modelu se posmatra period od dodatnih 11 godina (ukupno 13 godina). Svi troškovi i prihodi su bazirani na tržišnim parametrima za ovu vrstu ugostiteljskog objekta. Izlazna stopa kapitalizacije je preuzeta iz studije diskontnih i kapitalizacijskih stopa CBRE-a za 2025. godinu, prema kojoj se stopa kapitalizacije za hotele na primorju kreće u rasponu od 8,25-9,5%. Za predmetni slučaj je usvojena stopa od 9% za izračun terminalne vrijednosti koja je sračunata preko direktne kapitalizacije dobiti u stabilizovanoj 11. godini. Vrijednost WACC-a je dobijena build-up metodom. Izračun se daje u nastavku:

$$WACC = \left(\frac{E}{V}\right) R_e + \left(\frac{D}{V}\right) R_d(1 - T_c) = 10,3\%$$

| Model / Parametar | Rf                              | ERP                      | CRP                       | Tc                | β                                   | Kamata                     | E/V                        | D/V                        | Re (CAPM)          | Rd (Nakon poreza)  | WACC            |
|-------------------|---------------------------------|--------------------------|---------------------------|-------------------|-------------------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|--------------------|--------------------|-----------------|
| 4 Apart-hotel*    | 2.50%                           | 5.50%                    | 5.00%                     | 15.00%            | 1.15                                | 6.00%                      | 60.00%                     | 40.00%                     | 13.82%             | 5.10%              | 10.3%           |
| Izvor podataka    | ECB / Bloomberg (Njemački Bund) | A. Damodaran (NYU Stern) | A. Damodaran / Rejting CG | Poreska uprava CG | A. Damodaran (Sektor Hotelijerstvo) | CBCG (Prosjek za privredu) | Tržišna pretpostavka LTV-a | Tržišna pretpostavka LTV-a | Izračun po formuli | Izračun po formuli | Konačni izračun |

## 7.1.4 KALKULACIJA VRIJEDNOSTI

|                                      |               | FAZA IZGRADNJE/RAZVOJA |             |             |           | FAZA STABILIZACIJE POSLOVANJA |           |             |           | FAZA STABILIZOVANOG POSLOVANJA |           |             |           |             |           |             |           | 12          | 1 / Ø     |             |           |             |           |             |             |              |             |
|--------------------------------------|---------------|------------------------|-------------|-------------|-----------|-------------------------------|-----------|-------------|-----------|--------------------------------|-----------|-------------|-----------|-------------|-----------|-------------|-----------|-------------|-----------|-------------|-----------|-------------|-----------|-------------|-------------|--------------|-------------|
| Godina                               |               | 1                      | 2           | 3           | 4         | 5                             | 6         | 7           | 8         | 9                              | 10        | 11          | 12        | 12          | 1 / Ø     |             |           |             |           |             |           |             |           |             |             |              |             |
| Radni dani                           |               | 365                    | 365         | 365         | 365       | 365                           | 365       | 365         | 365       | 365                            | 365       | 365         | 365       | 365         | 4.380     |             |           |             |           |             |           |             |           |             |             |              |             |
| Broj soba                            |               | 53                     | 53          | 53          | 53        | 53                            | 53        | 53          | 53        | 53                             | 53        | 53          | 53        | 53          | 636       |             |           |             |           |             |           |             |           |             |             |              |             |
| Dostupan broj soba godišnje          |               | 19.345                 | 19.345      | 19.345      | 19.345    | 19.345                        | 19.345    | 19.345      | 19.345    | 19.345                         | 19.345    | 19.345      | 19.345    | 19.345      | 232.140   |             |           |             |           |             |           |             |           |             |             |              |             |
| Stopa popunjenosti                   |               | 0,0%                   | 0,0%        | 43,0%       | 45,0%     | 47,0%                         | 50,0%     | 52,0%       | 52,0%     | 52,0%                          | 52,0%     | 52,0%       | 52,0%     | 52,0%       | 41,4%     |             |           |             |           |             |           |             |           |             |             |              |             |
| Prodatih noćenja                     |               | -                      | -           | 8.318       | 8.705     | 9.092                         | 9.673     | 10.059      | 10.059    | 10.059                         | 10.059    | 10.059      | 10.059    | 10.059      | 96.145    |             |           |             |           |             |           |             |           |             |             |              |             |
| Prosječna dnevna tarifa              | Indeks = 1,5% | -                      | -           | 118,00      | 120,00    | 120,00                        | 122,00    | 124,00      | 125,86    | 127,75                         | 127,75    | 129,66      | 131,61    | 133,58      | 125,52    |             |           |             |           |             |           |             |           |             |             |              |             |
| Priloh po slobodnoj sobi             |               | -                      | -           | 50,74       | 54,00     | 56,40                         | 61,00     | 64,48       | 65,45     | 66,43                          | 67,43     | 68,44       | 69,46     | 70,46       | 51,99     |             |           |             |           |             |           |             |           |             |             |              |             |
| Prihodi                              |               | % od UKUPNO            |             | % od UKUPNO |           | % od UKUPNO                   |           | % od UKUPNO |           | % od UKUPNO                    |           | % od UKUPNO |           | % od UKUPNO |           |             |           |             |           |             |           |             |           |             |             |              |             |
| Noćenja                              |               | € -                    | #DIV/0!     | € -         | #DIV/0!   | € 981.565                     | 69,0%     | € 1.044.630 | 69,0%     | € 1.091.058                    | 69,0%     | € 1.180.045 | 69,0%     | € 1.247.366 | 69,0%     | € 1.266.076 | 69,0%     | € 1.285.067 | 69,0%     | € 1.304.343 | 69,0%     | € 1.323.908 | 69,0%     | € 1.343.767 | 69,0%       | € 1.363.826  | 69,0%       |
| Restoran i kafić                     | 25,0%         | € -                    | #DIV/0!     | € -         | #DIV/0!   | € 245.391                     | 17,2%     | € 261.158   | 17,2%     | € 272.765                      | 17,2%     | € 295.011   | 17,2%     | € 311.841   | 17,2%     | € 316.519   | 17,2%     | € 321.267   | 17,2%     | € 326.086   | 17,2%     | € 330.977   | 17,2%     | € 335.942   | 17,2%       | € 3.016.956  | 17,2%       |
| Ostalo                               | 20,0%         | € -                    | #DIV/0!     | € -         | #DIV/0!   | € 196.313                     | 13,8%     | € 208.926   | 13,8%     | € 218.212                      | 13,8%     | € 236.009   | 13,8%     | € 249.473   | 13,8%     | € 253.215   | 13,8%     | € 257.013   | 13,8%     | € 260.869   | 13,8%     | € 264.782   | 13,8%     | € 268.753   | 13,8%       | € 2.413.565  | 13,8%       |
| UKUPNO                               |               | € -                    | #DIV/0!     | € -         | #DIV/0!   | € 1.423.270                   | 100%      | € 1.514.714 | 100%      | € 1.582.034                    | 100%      | € 1.711.065 | 100%      | € 1.808.680 | 100%      | € 1.835.810 | 100%      | € 1.863.347 | 100%      | € 1.891.298 | 100%      | € 1.919.667 | 100%      | € 1.948.462 | 100%        | € 17.498.347 | 100%        |
| Direktni troškovi                    |               | % od UKUPNO            |             | % od UKUPNO |           | % od UKUPNO                   |           | % od UKUPNO |           | % od UKUPNO                    |           | % od UKUPNO |           | % od UKUPNO |           | % od UKUPNO |           | % od UKUPNO |           | % od UKUPNO |           | % od UKUPNO |           | % od UKUPNO |             | % od UKUPNO  |             |
| Troškovi prodaje smještaja           | 15,0%         | € -                    | #DIV/0!     | € -         | #DIV/0!   | € 147.235                     | 43,5%     | € 156.695   | 43,5%     | € 163.659                      | 43,5%     | € 177.007   | 43,5%     | € 187.105   | 43,5%     | € 189.911   | 43,5%     | € 192.760   | 43,5%     | € 195.651   | 43,5%     | € 198.586   | 43,5%     | € 201.565   | 43,5%       | € 1.810.174  | 43,5%       |
| Troškovi nabavke hrane i pića        | 30,0%         | € -                    | #DIV/0!     | € -         | #DIV/0!   | € 73.617                      | 21,7%     | € 78.347    | 21,7%     | € 81.829                       | 21,7%     | € 88.503    | 21,7%     | € 93.552    | 21,7%     | € 94.956    | 21,7%     | € 96.380    | 21,7%     | € 97.826    | 21,7%     | € 99.293    | 21,7%     | € 100.783   | 21,7%       | € 905.087    | 21,7%       |
| Ostalo                               | 60,0%         | € -                    | #DIV/0!     | € -         | #DIV/0!   | € 117.788                     | 34,8%     | € 125.356   | 34,8%     | € 130.927                      | 34,8%     | € 141.605   | 34,8%     | € 149.684   | 34,8%     | € 151.929   | 34,8%     | € 154.208   | 34,8%     | € 156.521   | 34,8%     | € 158.869   | 34,8%     | € 161.252   | 34,8%       | € 1.448.139  | 34,8%       |
| UKUPNO                               |               | € -                    | #DIV/0!     | € -         | #DIV/0!   | € 338.640                     | 23,8%     | € 360.397   | 23,8%     | € 376.415                      | 23,8%     | € 407.116   | 23,8%     | € 430.341   | 23,8%     | € 436.796   | 23,8%     | € 443.348   | 23,8%     | € 449.998   | 23,8%     | € 456.748   | 23,8%     | € 463.600   | 23,8%       | € 4.163.400  | 23,8%       |
| Neraspodijeljeni operativni troškovi |               | % od UKUPNO            |             | % od UKUPNO |           | % od UKUPNO                   |           | % od UKUPNO |           | % od UKUPNO                    |           | % od UKUPNO |           | % od UKUPNO |           | % od UKUPNO |           | % od UKUPNO |           | % od UKUPNO |           | % od UKUPNO |           | % od UKUPNO |             | % od UKUPNO  |             |
| Administrativni troškovi i plate     | 1,50%         | € -                    | #DIV/0!     | € 50.000    | 100,0%    | € 270.000                     | 65,5%     | € 274.050   | 64,4%     | € 278.161                      | 63,7%     | € 282.333   | 62,3%     | € 286.568   | 61,3%     | € 290.867   | 61,3%     | € 295.230   | 61,3%     | € 299.658   | 61,3%     | € 304.153   | 61,3%     | € 308.715   | 61,3%       | € 3.087.715  | 61,3%       |
| Marketing                            | 5,0%          | € -                    | #DIV/0!     | € -         | 0,0%      | € 71.163                      | 17,3%     | € 75.736    | 17,8%     | € 79.102                       | 18,1%     | € 85.553    | 18,9%     | € 90.434    | 19,3%     | € 91.791    | 19,3%     | € 93.167    | 19,3%     | € 94.565    | 19,3%     | € 95.983    | 19,3%     | € 97.423    | 19,3%       | € 874.917    | 19,3%       |
| Održavanje                           | 2,0%          | € -                    | #DIV/0!     | € -         | 0,0%      | € 28.465                      | 6,9%      | € 30.294    | 7,1%      | € 31.641                       | 7,3%      | € 34.221    | 7,5%      | € 36.174    | 7,7%      | € 36.716    | 7,7%      | € 37.267    | 7,7%      | € 37.826    | 7,7%      | € 38.393    | 7,7%      | € 38.969    | 7,7%        | € 349.967    | 7,7%        |
| Režijski troškovi                    | 3,0%          | € -                    | #DIV/0!     | € -         | 0,0%      | € 42.698                      | 10,4%     | € 45.441    | 10,7%     | € 47.461                       | 10,9%     | € 51.332    | 11,3%     | € 54.260    | 11,6%     | € 55.074    | 11,6%     | € 55.900    | 11,6%     | € 56.739    | 11,6%     | € 57.590    | 11,6%     | € 58.454    | 11,6%       | € 524.950    | 11,6%       |
| UKUPNO                               |               | € -                    | #DIV/0!     | € 50.000    | #DIV/0!   | € 412.327                     | 29%       | € 425.521   | 28%       | € 436.364                      | 28%       | € 453.440   | 27%       | € 467.436   | 26%       | € 474.448   | 26%       | € 481.564   | 26%       | € 488.788   | 26%       | € 496.120   | 26%       | € 503.562   | 26%         | € 3.689.888  | 26%         |
| Bruto operativni profit              |               | € -                    | #DIV/0!     | € 50.000    | #DIV/0!   | € 672.303                     | 47,2%     | € 728.795   | 48,1%     | € 769.255                      | 48,6%     | € 850.510   | 49,7%     | € 910.903   | 50,4%     | € 924.566   | 50,4%     | € 938.435   | 50,4%     | € 952.511   | 50,4%     | € 966.799   | 50,4%     | € 981.301   | 50,4%       | € 6.697.278  | 50,4%       |
| Fiksni troškovi                      |               | % od UKUPNO            |             | % od UKUPNO |           | % od UKUPNO                   |           | % od UKUPNO |           | % od UKUPNO                    |           | % od UKUPNO |           | % od UKUPNO |           | % od UKUPNO |           | % od UKUPNO |           | % od UKUPNO |           | % od UKUPNO |           | % od UKUPNO |             | % od UKUPNO  |             |
| Troškovi građenja                    | 0,0%          | € 4.444.855            | 100,0%      | € 3.640.483 | 100,0%    | € -                           | 0,0%      | € -         | 0,0%      | € -                            | 0,0%      | € -         | 0,0%      | € -         | 0,0%      | € -         | 0,0%      | € -         | 0,0%      | € -         | 0,0%      | € -         | 0,0%      | € -         | 0,0%        | € 8.085.338  | 0,0%        |
| Troškovi poreza i osiguranja objekta | 1,0%          | € -                    | 0,0%        | € -         | 0,0%      | € 25.000                      | 26,0%     | € 25.250    | 25,0%     | € 25.503                       | 24,4%     | € 25.758    | 23,1%     | € 26.015    | 22,3%     | € 26.275    | 22,3%     | € 26.538    | 22,2%     | € 26.803    | 22,1%     | € 27.071    | 22,0%     | € 27.342    | 21,9%       | € 261.555    | 21,9%       |
| Incentive fee                        | 0,0%          | € -                    | 0,0%        | € -         | 0,0%      | € 1.763                       | 1,76%     | € 1.673     | 1,61%     | € 1.613                        | 1,51%     | € 1.511     | 1,44%     | € 1.433     | 1,42%     | € 1.433     | 1,42%     | € 1.423     | 1,42%     | € 1.413     | 1,41%     | € 1.403     | 1,40%     | € -         | 0,0%        | € -          | 0,0%        |
| Troškovi finansiranja                | 0,0%          | € -                    | 0,0%        | € -         | 0,0%      | € -                           | 0,0%      | € -         | 0,0%      | € -                            | 0,0%      | € -         | 0,0%      | € -         | 0,0%      | € -         | 0,0%      | € -         | 0,0%      | € -         | 0,0%      | € -         | 0,0%      | € -         | 0,0%        | € -          | 0,0%        |
| Management fee                       | 5,00%         | € -                    | 0,0%        | € -         | 0,0%      | € 71.163                      | 74,0%     | € 75.736    | 75,0%     | € 79.102                       | 75,6%     | € 85.553    | 76,9%     | € 90.434    | 77,7%     | € 91.791    | 77,7%     | € 93.167    | 77,8%     | € 94.565    | 77,9%     | € 95.983    | 78,0%     | € 97.423    | 78,0%       | € 874.917    | 78,0%       |
| Rezerva za FF&E                      | 0,0%          | € -                    | 0,0%        | € -         | 0,0%      | € -                           | 0,0%      | € -         | 0,0%      | € -                            | 0,0%      | € -         | 0,0%      | € -         | 0,0%      | € -         | 0,0%      | € -         | 0,0%      | € -         | 0,0%      | € -         | 0,0%      | € -         | 0,0%        | € -          | 0,0%        |
| UKUPNO                               |               | € 4.444.855            | #DIV/0!     | € 3.640.483 | #DIV/0!   | € 96.163                      | 6,8%      | € 100.986   | 6,7%      | € 104.604                      | 6,6%      | € 111.311   | 6,5%      | € 116.449   | 6,4%      | € 118.066   | 6,4%      | € 119.705   | 6,4%      | € 121.368   | 6,4%      | € 123.055   | 6,4%      | € 124.765   | 6,4%        | € 9.221.811  | 6,4%        |
| EBITDA                               |               | € 4.444.855            | #DIV/0!     | € 3.640.483 | #DIV/0!   | € 576.139                     | 40,5%     | € 627.809   | 41,4%     | € 664.651                      | 42,0%     | € 739.199   | 43,2%     | € 794.454   | 43,9%     | € 806.501   | 43,9%     | € 818.729   | 43,9%     | € 831.143   | 43,9%     | € 843.744   | 44,0%     | € 856.536   | 44,0%       | € 576.433    | 44,0%       |
| tekuća stopa prinosa                 |               | 351,37%                |             | 291,74%     |           | -45,54%                       |           | -49,63%     |           | -52,54%                        |           | -58,43%     |           | -62,80%     |           | -63,75%     |           | -64,72%     |           | -65,70%     |           | #DIV/0!     |           | #DIV/0!     |             | € 8.434.585  | € 7.271.206 |
| Neto tokovi novca (FCF)              |               | € 4.444.855            | € 3.640.483 | € 504.976   | € 552.073 | € 585.549                     | € 653.646 | € 704.020   | € 714.710 | € 725.562                      | € 831.143 | € 843.744   | € 856.536 | € 869.423   | € 882.309 | € 895.200   | € 908.100 | € 921.000   | € 933.900 | € 946.800   | € 959.700 | € 972.600   | € 985.500 | € 998.400   | € 1.011.300 | € 1.024.200  |             |
| Neto sadašnja vrijednost             |               | € 4.444.855            | € 3.345.860 | € 415.068   | € 411.068 | € 395.604                     | € 400.373 | € 390.959   | € 359.833 | € 331.185                      | € 343.951 | € 316.560   | € 291.169 | € 265.778   | € 240.387 | € 214.996   | € 189.605 | € 164.214   | € 138.823 | € 113.432   | € 88.041  | € 62.650    | € 37.259  | € 11.868    | € 1.260.000 | € 1.260.000  |             |

**7.2 KONDO MODEL POSLOVANJA - HOTEL 5\*****7.2.1 PROCJENA BUDŽETA ZA RAZVOJ (CAPEX)**

| Ukupni troškovi izgradnje                    |                         |                                      |                     | Komentari                                                                                                              |
|----------------------------------------------|-------------------------|--------------------------------------|---------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Tip nekretnine                               | Površina (BRP)          | Troškovi izgradnje po jedinici mjere | Troškovi            |                                                                                                                        |
| Građevinsko-zanatski radovi - nadzemne etaže | 6.656,70 m <sup>2</sup> | € 1.322,31                           | € 8.802.248         | sve cijene bez PDV-a                                                                                                   |
| Građevinsko-zanatski radovi - podzemne etaže | 2.073,70 m <sup>2</sup> | € 661,16                             | € 1.371.041         |                                                                                                                        |
| Rušenje postojećih objekata                  | 388,00 m <sup>2</sup>   | € 82,64                              | € 32.066            |                                                                                                                        |
| Uređenje terena                              | 2.326,00 m <sup>2</sup> | € 50,00                              | € 116.300           |                                                                                                                        |
| Namještaj/opremanje hotela                   | 3.296,72 m <sup>2</sup> | € 247,93                             | € 817.369           |                                                                                                                        |
| <b>Direktni troškovi</b>                     |                         |                                      | <b>€ 11.139.024</b> |                                                                                                                        |
| Troškovi izrade glavnog projekta             |                         | €/m <sup>2</sup> 40,00               | € 266.268           | Glavni projekat i projekat enterijera                                                                                  |
| Projekt menadžment                           |                         | 3,0%                                 | € 334.171           |                                                                                                                        |
| Nepredviđeni troškovi                        |                         | 3,0%                                 | € 334.171           |                                                                                                                        |
| Naknada za priključak na regionalni vodovod  |                         | 1,0%                                 | € 88.022            | 1% od predračunske vrijednosti radova                                                                                  |
| Troškovi komunalija                          |                         | €/m <sup>2</sup> 193,93              | € 746.382           | Il Zona (plaća se za neto prodatu površinu 3.296,72 m <sup>2</sup> stanovi i 46 garažnih mjesta po 12 m <sup>2</sup> ) |
| <b>Indirektni troškovi</b>                   |                         |                                      | <b>€ 1.769.014</b>  |                                                                                                                        |
| <b>UKUPNO</b>                                |                         | <b>1.479 €/m<sup>2</sup></b>         | <b>€ 12.908.038</b> | bez PDV-a                                                                                                              |

**7.2.2 PROCJENA PROSJEČNE CIJENE NOĆENJA (ADR) I POPUNJENOSTI HOTELA:**

|                             | 15.4-31.5 i<br>1.-31.10. | 1-15.6<br>15-30.9 | 16.6.-30.6.<br>1.9.-15.9. | Jul i<br>avgust | Ostalo | Ukupno | Broj soba |
|-----------------------------|--------------------------|-------------------|---------------------------|-----------------|--------|--------|-----------|
|                             |                          |                   |                           |                 |        |        | 60        |
| Standard soba               | 130,00                   | 180,00            | 220,00                    | 250,00          | 100,00 |        | 40        |
| Apartman                    | 160,00                   | 200,00            | 260,00                    | 300,00          | 130,00 |        | 15        |
| Delux apartman              | 200,00                   | 240,00            | 280,00                    | 340,00          | 180,00 |        | 5         |
|                             |                          |                   |                           |                 |        |        |           |
| Broj dana                   | 78                       | 30                | 30                        | 62              | 103    | 303    |           |
|                             |                          |                   |                           |                 |        |        |           |
| Zauzetost                   | 40%                      | 70%               | 80%                       | 95%             | 25%    |        |           |
|                             |                          |                   |                           |                 |        |        |           |
| Total occ.                  | 53%                      |                   |                           |                 |        |        |           |
|                             |                          |                   |                           |                 |        |        |           |
| Total prihodi od soba (EUR) | 1.976.688                |                   |                           |                 |        |        |           |
|                             |                          |                   |                           |                 |        |        |           |
| ADR (EUR/dan)               | 205                      |                   |                           |                 |        |        |           |

Napomena: u kondo modelu je pretpostavljeno 60 jedinica, jer su sobe generalno manje nego u varijanti apart hotela.

## 7.2.3 PROCJENA VRIJEDNOSTI APARTMANA (GDV)

| UPOREDNE NEKRETNOSTI              |                                                                |                                                                          |                                                                                  |                        |
|-----------------------------------|----------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------|------------------------|
|                                   | UPOREDNA 1                                                     | UPOREDNA 2                                                               | UPOREDNA 3                                                                       |                        |
| Lokacija                          | Petrovac, Budva                                                | Petrovac, Budva                                                          | Sveti Stefan, Budva                                                              |                        |
| Kratki opis                       | Jednosoban stan u novogradnji, veoma dobar kvalitet, namješten | Jednosoban namješten stan na prvoj liniji od mora, nešto lošiji kvalitet | Jednosoban stan u okviru kondo hotela Alivia, novogradnja, nešto lošija lokacija |                        |
| Tip podatka/izvor                 | oglas/realitica                                                | oglas/sotheby                                                            | oglas/sotheby                                                                    |                        |
| Datum                             | 17.04.2026.                                                    | 2026.                                                                    | 2026.                                                                            | Prosječne vrijednosti  |
| Površina                          | 54,0 m <sup>2</sup>                                            | 49,0 m <sup>2</sup>                                                      | 66,0 m <sup>2</sup>                                                              | 56,3 m <sup>2</sup>    |
| Oglašena tražena cijena           | 239.000 €                                                      | 260.000 €                                                                | 276.780 €                                                                        | 258.593 €              |
| Oglašena cijena po m <sup>2</sup> | 4.426 €/m <sup>2</sup>                                         | 5.306 €/m <sup>2</sup>                                                   | 4.194 €/m <sup>2</sup>                                                           | 4.642 €/m <sup>2</sup> |

| POREĐENJE SA PREDMETNOM NEKRETNOSTI        |                        |                        |                        |                        |
|--------------------------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|
| Korekcija oglašene cijene                  | -3%                    | -5%                    | -3%                    | -4%                    |
| Vrijednost nakon korekcije oglašene cijene | 4.293 €/m <sup>2</sup> | 5.041 €/m <sup>2</sup> | 4.068 €/m <sup>2</sup> | 4.467 €/m <sup>2</sup> |
| Lokacija                                   | 0%                     | -15%                   | 7%                     | -3%                    |
| Tehničko stanje i sadržaji                 | 10%                    | 10%                    | 0%                     | 7%                     |
| Površina                                   | 0%                     | 0%                     | 0%                     | 0%                     |
| Spratnost                                  | 0%                     | 0%                     | 0%                     | 0%                     |
| Godina gradnje                             | 5%                     | 5%                     | 0%                     | 3%                     |
| Garaža                                     | 0%                     | 0%                     | 0%                     | 0%                     |
| Ukupno podešavanje                         | 15%                    | 0%                     | 7%                     | 7%                     |
| Korigovana cijena po m <sup>2</sup>        | 4.937 €/m <sup>2</sup> | 5.041 €/m <sup>2</sup> | 4.353 €/m <sup>2</sup> | 4.777 €/m <sup>2</sup> |
| PONDER                                     | 30%                    | 30%                    | 40%                    | ZAOKRUŽENO             |
| PONDERISANI PROSJEK                        | 4.734 €/m <sup>2</sup> |                        |                        | 4.730 €/m <sup>2</sup> |

Usporednom metodom je dobijena tržišna vrijednost stambenih (smještajnih) jedinica od **4.730 €/m<sup>2</sup>** (sa PDV-om) tj. zaokruženo **3.900 €/m<sup>2</sup>** (bez PDV-a).

Vrijednost garažnih mjesta je pretpostavljena na **25.000 €/garažnom mjestu** (sa PDV-om) tj. **20.660 €/garažnom mjestu** (bez PDV-a)

| Prinos od prodaje               |                         |                                              |                      |                  |
|---------------------------------|-------------------------|----------------------------------------------|----------------------|------------------|
| Tip nekretnine                  | Površina (NKP)          | Prodajna cijena po m <sup>2</sup> (jedinici) | Kapitalna Vrijednost | Komentari        |
| Apartmani                       | 3.296,72 m <sup>2</sup> | € 3.901                                      | € 12.859.932,56      | cijene bez PDV-a |
| Podzemne garaže                 | 46                      | € 20.661                                     | € 950.413,22         |                  |
| Bruto razvojna vrijednost (GDV) |                         |                                              | € 13.810.345,79      |                  |

## 7.2.4 OSTALE PRETPOSTAVKE

Pretpostavljena je prodaja predmetnih jedinica u toku 4 godine od početka gradnje, od čega se pretpostavlja da će 2 godine biti potrebne za gradnju hotela. Cijene apartmana u toku izgradnje su pretpostavljene za 5% u prvoj godini i 3% u drugoj godini niže u odnosu na sračunatu vrijednost, dok je u 3. godini pretpostavljen rast od 3% i u 4. godini 5%. Pretpostavljena je dinamika prodaje od po 20% u prvoj i drugoj godini i po 30% u 3. i 4. godini.

Osim gore navedenih pretpostavki, pretpostavlja se da će faza izgradnje hotela trajati 2 godine. Osim perioda izgradnje u modelu se posmatra period od dodatnih 11 godina poslovanja (ukupno 13 godina izgradnja + poslovanje). Svi troškovi i prihodi su bazirani na tržišnim parametrima za ovu vrstu ugostiteljskog objekta. Izlazna stopa kapitalizacije je preuzeta iz studije diskontnih i kapitalizacijskih stopa CBRE-a za 2025. godinu, prema kojoj se stopa kapitalizacije za hotele na primorju kreće u rasponu od 8,25-9,5%. Za predmetni slučaj je usvojena stopa od 8,75% za izračun terminalne vrijednosti koja je sračunata preko direktne kapitalizacije dobiti u stabilizovanoj 11. godini Vrijednost WACC-a je dobijena build-up metodom. Izračun se daje u nastavku:

$$WACC = \left(\frac{E}{V}\right) R_e + \left(\frac{D}{V}\right) R_d (1 - T_c) = 11,4\%$$

| Model / Parametar | Rf                              | ERP                      | CRP                         | Tc                | β                                        | Kamata                      | E/V                        | D/V                        | Re (CAPM)          | Rd (Nakon poreza)  | WACC            |
|-------------------|---------------------------------|--------------------------|-----------------------------|-------------------|------------------------------------------|-----------------------------|----------------------------|----------------------------|--------------------|--------------------|-----------------|
| 5 Kondo Hotel*    | 2.50%                           | 5.50%                    | 5.00%                       | 15.00%            | 1.25                                     | 6.00%                       | 70.00%                     | 30.00%                     | 14.38%             | 5.10%              | 11.40%          |
| Izvor podataka    | ECB / Bloomberg (Njemački Bund) | A. Damodaran (NYU Stern) | A. Damodaran / Refinitiv CG | Poreska uprava CG | A. Damodaran (Sektor Razvoj nekretnosti) | CBCCG (Prosjek za privredu) | Tržišna pretpostavka LTV-a | Tržišna pretpostavka LTV-a | Izračun po formuli | Izračun po formuli | Konačni izračun |

## 7.2.5 KALKULACIJA VRIJEDNOSTI

|                                      |  | FAZA IZGRADNJE/RAZVOJA |           |           |           | FAZA STABILIZACIJE POSLOVANJA |           |           |           | FAZA STABILIZOVANOG POSLOVANJA |           |           |           |           |           |           |           | 1 / 0 |  |
|--------------------------------------|--|------------------------|-----------|-----------|-----------|-------------------------------|-----------|-----------|-----------|--------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-------|--|
| Godina                               |  | 1                      | 2         | 3         | 4         | 5                             | 6         | 7         | 8         | 9                              | 10        | 11        | 12        | 13        | 14        | 15        | 16        |       |  |
| Radni dani                           |  | 303                    | 303       | 303       | 303       | 303                           | 303       | 303       | 303       | 303                            | 303       | 303       | 303       | 303       | 303       | 303       | 303       |       |  |
| Broj soba                            |  | 60                     | 60        | 60        | 60        | 60                            | 60        | 60        | 60        | 60                             | 60        | 60        | 60        | 60        | 60        | 60        | 60        |       |  |
| Dostupan broj soba godišnje          |  | 18.180                 | 18.180    | 18.180    | 18.180    | 18.180                        | 18.180    | 18.180    | 18.180    | 18.180                         | 18.180    | 18.180    | 18.180    | 18.180    | 18.180    | 18.180    | 18.180    |       |  |
| Stopa popunjenosti                   |  | 0,0%                   | 0,0%      | 45,0%     | 47,0%     | 53,0%                         | 50,0%     | 53,0%     | 53,0%     | 53,0%                          | 53,0%     | 53,0%     | 53,0%     | 53,0%     | 53,0%     | 53,0%     | 53,0%     |       |  |
| Stopa popunjenosti                   |  | -                      | -         | 8.181     | 8.545     | 8.545                         | 9.090     | 9.635     | 9.635     | 9.635                          | 9.635     | 9.635     | 9.635     | 9.635     | 9.635     | 9.635     | 9.635     |       |  |
| Prosječna dnevna tarifa              |  | -                      | -         | 190,00    | 195,00    | 197,00                        | 200,00    | 205,00    | 208,00    | 211,20                         | 214,36    | 217,58    | 220,84    | 224,16    | 227,48    | 230,80    | 234,12    |       |  |
| Prihod po slobodnoj sobi             |  | -                      | -         | 85,50     | 91,65     | 92,59                         | 100,00    | 108,65    | 110,28    | 111,93                         | 113,61    | 115,32    | 117,05    | 118,80    | 120,55    | 122,30    | 124,05    |       |  |
| Indeks = 1,5%                        |  | -                      | -         | -         | -         | -                             | -         | -         | -         | -                              | -         | -         | -         | -         | -         | -         | -         |       |  |
| UKUPNO                               |  | 2.629.142              | 2.712.168 | 5.564.328 | 5.751.199 | 1.407.811                     | 1.515.582 | 1.642.576 | 1.666.279 | 1.691.525                      | 1.717.727 | 1.742.513 | 1.767.670 | 1.793.205 | 1.818.800 | 1.844.400 | 1.869.999 |       |  |
| Prihodi                              |  | -                      | -         | 777.195   | 833.099   | 841.643                       | 909.000   | 987.629   | 1.002.443 | 1.017.480                      | 1.032.742 | 1.048.233 | 1.063.956 | 1.079.916 | 1.096.141 | 1.112.622 | 1.129.359 |       |  |
| Noćenja                              |  | -                      | -         | 310.878   | 333.239   | 336.657                       | 363.600   | 395.051   | 400.977   | 406.992                        | 413.097   | 419.293   | 425.583   | 431.966   | 438.441   | 444.916   | 451.391   |       |  |
| Restoran i kafić                     |  | -                      | -         | 155.439   | 166.620   | 168.329                       | 181.800   | 197.526   | 200.489   | 203.496                        | 206.548   | 209.647   | 212.791   | 215.983   | 219.225   | 222.517   | 225.859   |       |  |
| Ostalo                               |  | -                      | -         | 4.275.816 | 4.358.841 | 4.358.841                     | 4.358.841 | 4.358.841 | 4.358.841 | 4.358.841                      | 4.358.841 | 4.358.841 | 4.358.841 | 4.358.841 | 4.358.841 | 4.358.841 | 4.358.841 |       |  |
| Prodaja jedinica i garaža            |  | -                      | -         | 45.000    | 59.400    | 61.182                        | 61.182    | 62.370    | 62.370    | 63.558                         | 63.558    | 63.558    | 63.558    | 63.558    | 63.558    | 63.558    | 63.558    |       |  |
| Održavanje koje plaćaju vlasnici     |  | -                      | -         | 45.000    | 59.400    | 61.182                        | 61.182    | 62.370    | 62.370    | 63.558                         | 63.558    | 63.558    | 63.558    | 63.558    | 63.558    | 63.558    | 63.558    |       |  |
| 1,5 €/m2/mjesečno                    |  | -                      | -         | 45.000    | 59.400    | 61.182                        | 61.182    | 62.370    | 62.370    | 63.558                         | 63.558    | 63.558    | 63.558    | 63.558    | 63.558    | 63.558    | 63.558    |       |  |
| UKUPNO                               |  | 2.629.142              | 2.712.168 | 5.564.328 | 5.751.199 | 1.407.811                     | 1.515.582 | 1.642.576 | 1.666.279 | 1.691.525                      | 1.717.727 | 1.742.513 | 1.767.670 | 1.793.205 | 1.818.800 | 1.844.400 | 1.869.999 |       |  |
| Direktni troškovi                    |  | -                      | -         | 116.579   | 124.965   | 126.246                       | 136.350   | 148.144   | 150.366   | 152.622                        | 154.911   | 157.235   | 159.593   | 161.987   | 164.416   | 166.880   | 169.379   |       |  |
| Troškovi prodaje smještaja           |  | -                      | -         | 116.579   | 124.965   | 126.246                       | 136.350   | 148.144   | 150.366   | 152.622                        | 154.911   | 157.235   | 159.593   | 161.987   | 164.416   | 166.880   | 169.379   |       |  |
| Troškovi nabave hrane i pića         |  | -                      | -         | 93.263    | 99.972    | 100.997                       | 109.080   | 118.515   | 120.293   | 122.098                        | 123.929   | 125.788   | 127.675   | 129.590   | 131.533   | 133.505   | 135.505   |       |  |
| Ostalo                               |  | -                      | -         | 93.263    | 99.972    | 100.997                       | 109.080   | 118.515   | 120.293   | 122.098                        | 123.929   | 125.788   | 127.675   | 129.590   | 131.533   | 133.505   | 135.505   |       |  |
| UKUPNO                               |  | -                      | -         | 303.106   | 324.908   | 328.241                       | 354.510   | 385.175   | 390.953   | 396.817                        | 402.769   | 408.811   | 414.943   | 421.167   | 427.488   | 433.809   | 440.129   |       |  |
| Neraspodijeljeni operativni troškovi |  | -                      | -         | 80.000    | 86.153    | 87.035                        | 93.605    | 101.211   | 103.799   | 106.384                        | 108.969   | 111.554   | 114.139   | 116.724   | 119.309   | 121.894   | 124.479   |       |  |
| Administrativni troškovi i plate     |  | -                      | -         | 80.000    | 86.153    | 87.035                        | 93.605    | 101.211   | 103.799   | 106.384                        | 108.969   | 111.554   | 114.139   | 116.724   | 119.309   | 121.894   | 124.479   |       |  |
| Marketing                            |  | -                      | -         | 50.000    | 53.851    | 54.781                        | 58.632    | 63.483    | 65.153    | 66.823                         | 68.493    | 70.163    | 71.833    | 73.503    | 75.173    | 76.843    | 78.513    |       |  |
| Održavanje                           |  | -                      | -         | 38.655    | 41.771    | 42.234                        | 45.467    | 49.277    | 49.988    | 50.746                         | 51.504    | 52.262    | 53.020    | 53.778    | 54.536    | 55.294    | 56.052    |       |  |
| Režijski troškovi                    |  | -                      | -         | 64.426    | 69.618    | 70.391                        | 75.779    | 82.129    | 83.314    | 84.500                         | 85.685    | 86.870    | 88.055    | 89.240    | 90.425    | 91.610    | 92.795    |       |  |
| UKUPNO                               |  | 25.000                 | 26.666    | 581.932   | 604.124   | 610.441                       | 633.410   | 656.379   | 679.348   | 692.317                        | 715.286   | 738.255   | 761.224   | 784.193   | 807.162   | 830.131   | 853.100   |       |  |
| Bruto operativni profit              |  | 2.604.142              | 2.585.168 | 4.679.290 | 4.822.166 | 4.691.229                     | 527.662   | 597.525   | 607.542   | 618.702                        | 630.519   | 642.336   | 654.153   | 665.970   | 677.787   | 689.604   | 701.421   |       |  |
| Fikсни troškovi                      |  | -                      | -         | 7.004.355 | 7.004.355 | 7.004.355                     | 7.004.355 | 7.004.355 | 7.004.355 | 7.004.355                      | 7.004.355 | 7.004.355 | 7.004.355 | 7.004.355 | 7.004.355 | 7.004.355 | 7.004.355 |       |  |
| Troškovi gradnje                     |  | -                      | -         | 7.004.355 | 7.004.355 | 7.004.355                     | 7.004.355 | 7.004.355 | 7.004.355 | 7.004.355                      | 7.004.355 | 7.004.355 | 7.004.355 | 7.004.355 | 7.004.355 | 7.004.355 | 7.004.355 |       |  |
| Troškovi poreza i osiguranja objekta |  | -                      | -         | 5.050     | 5.050     | 5.050                         | 5.050     | 5.050     | 5.050     | 5.050                          | 5.050     | 5.050     | 5.050     | 5.050     | 5.050     | 5.050     | 5.050     |       |  |
| Incentive fee                        |  | -                      | -         | 40.735    | 42.289    | 42.731                        | 44.339    | 46.191    | 46.745    | 47.320                         | 47.911    | 48.502    | 49.093    | 49.684    | 50.275    | 50.866    | 51.457    |       |  |
| Management fee                       |  | -                      | -         | 45.098    | 48.733    | 49.273                        | 53.045    | 57.490    | 58.320    | 59.150                         | 60.000    | 60.850    | 61.700    | 62.550    | 63.400    | 64.250    | 65.100    |       |  |
| UKUPNO                               |  | 7.009.355              | 7.009.355 | 7.009.355 | 7.009.355 | 7.009.355                     | 7.009.355 | 7.009.355 | 7.009.355 | 7.009.355                      | 7.009.355 | 7.009.355 | 7.009.355 | 7.009.355 | 7.009.355 | 7.009.355 | 7.009.355 |       |  |
| EBITDA                               |  | 4.405.213              | 4.326.565 | 4.583.456 | 4.721.045 | 4.691.229                     | 4.197.975 | 4.834.338 | 4.916.847 | 4.999.356                      | 5.081.865 | 5.164.374 | 5.246.883 | 5.329.392 | 5.411.901 | 5.494.410 | 5.576.919 |       |  |
| Rezerva za renovaciju/CAPEX          |  | -                      | -         | 25.770    | 27.847    | 28.156                        | 30.312    | 32.852    | 33.326    | 33.831                         | 34.355    | 34.850    | 35.353    | 35.864    | 36.375    | 36.886    | 37.397    |       |  |
| Rezerva za FF&E                      |  | -                      | -         | -         | -         | -                             | -         | -         | -         | -                              | -         | -         | -         | -         | -         | -         | -         |       |  |
| Profit investitora                   |  | -                      | -         | 427.582   | 435.884   | -                             | -         | -         | -         | -                              | -         | -         | -         | -         | -         | -         | -         |       |  |
| Terminalna vrijednost                |  | -                      | -         | -         | -         | -                             | -         | -         | -         | -                              | -         | -         | -         | -         | -         | -         | -         |       |  |
| Neto tokovi novca (FCF)              |  | 4.468.127              | 4.326.565 | 4.130.105 | 4.257.314 | 4.338.768                     | 389.663   | 450.587   | 458.642   | 467.732                        | 476.822   | 485.912   | 495.002   | 504.092   | 513.182   | 522.272   | 531.362   |       |  |
| Neto sadašnja vrijednost             |  | 4.468.127              | 4.326.565 | 3.328.056 | 3.079.499 | 219.969                       | 227.124   | 235.758   | 244.400   | 253.042                        | 261.684   | 270.326   | 278.968   | 287.610   | 296.252   | 304.894   | 313.536   |       |  |

## REZIDUALNA VRIJEDNOST NEKRETNINE

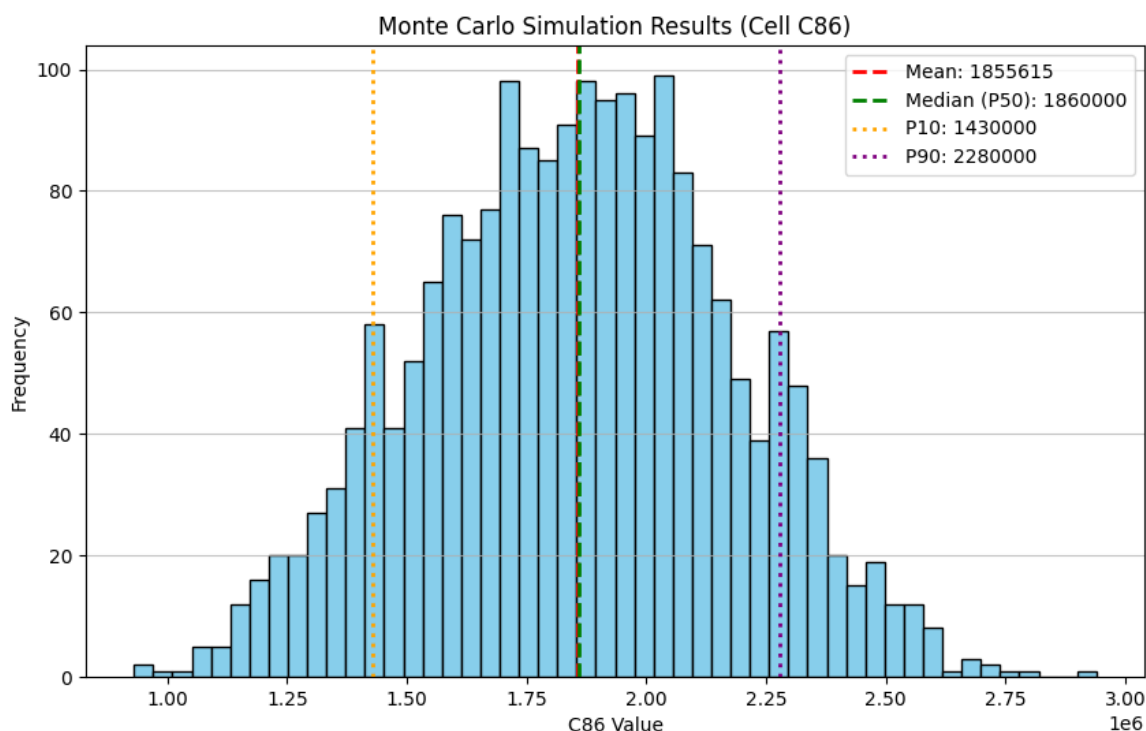
|                                              |   |           |
|----------------------------------------------|---|-----------|
| Rezidualna vrijednost nekretnine (bez PDV-a) | € | 1.860.000 |
| Rezidualna vrijednost nekretnine (sa PDV-om) | € | 2.250.600 |

## 7.2.6 ANALIZA OSJETLJIVOSTI

Za potrebe analize osjetljivosti prezentovane kalkulacije, sprovedena je Monte Karlo simulacija sa 2000 iteracija kako bi se procijenio raspon i distribucija mogućih ishoda za posmatrani ciljni parametar (Rezidualna vrijednost nekretnine), uzimajući u obzir slučajne varijacije ključnih ulaznih parametara, i to: prodajne cijene apartmana, troškovi građenja i prihod od soba u granicama od  $\pm 5\%$ . Dobijeni rezultati ukazuju na sljedeće:

- Prosjek (Mean: 1,855,615): Ovo predstavlja očekivanu (najvjerovatniju) vrijednost ishoda kada se sve nesigurnosti uzmu u obzir.
- P50 ili Medijana (1,860,000): Ovo je "središnja" vrijednost (tačno polovina rezultata je iznad, a polovina ispod nje). Vrijednost Medijane je vrlo blizu ukupnom prosjeku, što ukazuje da je distribucija rezultata prilično simetrična. Ovo je najrealističnija, tzv. "Base Case" očekivana vrijednost.
- Minimum i Maksimum (Min: 930,000 / Max: 2,940,000): Predstavljaju ekstremne scenarije – apsolutni najgori i najbolji mogući ishod zabilježen tokom 2000 iteracija. Raspon između ovih vrijednosti je veoma širok, što naglašava visoku osjetljivost izračuna na kombinovane promjene ulaznih varijabli.
- P5 i P95 (5. i 95. percentil): Ovi pokazatelji nam daju mnogo realističniju sliku rizika od apsolutnog minimuma i maksimuma, jer isključuju po 5% najekstremnijih (najrjeđih) slučajeva sa obje strane distribucije:
  - P5 (1.330,000): Sa 95% sigurnosti možemo reći da ishod neće biti lošiji (manji) od 1.33 miliona. Samo u 5% najnepovoljnijih scenarija rezultat pada ispod ove vrijednosti.
  - P95 (2.370.000): Sa 95% sigurnosti možemo reći da ishod neće biti bolji (veći) od 2.37 miliona.

**Zaključak:** Sa 90% pouzdanosti možemo tvrditi da će se konačni ishod kretati u rasponu između 1.33 miliona (P5) i 2.37 miliona (P95), s najrealističnijim (P50) očekivanim ishodom od 1.86 miliona.



## 8 REKONSILIJACIJA I ZAKLJUČAK

Iz prethodno sprovedene analize se zaključuje da je izgradnja hotela kategorije 5\* sa kondo modelom poslovanja isplativija opcija u odnosu na izgradnju apart-hotela niže kategorije. Iako zahtijeva inicijalno veću investiciju, kondo model ostvaruje brži povrat investicije kroz prodaju smještajnih jedinica na slobodnom tržištu. Metodologija koja je korišćena za izračun investicione vrijednosti zemljišta je rezidualna dinamička kalkulacija koja predstavlja složeni DNT model koji je osjetljiv na ulazne podatke, ali pažljivim odabirom ulaznih podataka, kao i analizom osjetljivosti kroz Monte Karlo simulaciju se dolazi do pouzdanih i relevantnih rezultata. Izlazne vrijednosti zemljišta predstavljaju relevantan input za potencijalne investitore u smislu praga vrijednosti zemljišta koja bi mogla biti plaćena da bi investicija bila isplativa se dolazi do pouzdanih i relevantnih rezultata. Izlazne vrijednosti zemljišta predstavljaju relevantan input za potencijalne investitore u smislu praga vrijednosti zemljišta koja bi mogla biti plaćena da bi investicija bila isplativa.

Zaključak predmetne analize nije jednoznačna vrijednost zemljišta, već raspon vrijednosti koji se smatra kao najvjerovatniji ishod pretpostavki koje su u kalkulaciji uzete u obzir. U trenutnoj ekonomskoj situaciji i srednjeročnim predviđanjima, smatra se da je najvjerovatniji scenario rast cijena gradnje koji će ispratiti i cijene nekretnina (do 5%), pa se smatra da je raspon vrijednosti zemljišta od **1,7-2,1 M EUR** tržišno i investiciono najrealniji. Takođe, na osnovu sprovedene MK analize osjetljivosti, sa 90% pouzdanosti možemo tvrditi da će se konačni ishod kretati u rasponu između **1.33 M EUR** (P5) i **2.37 M EUR** (P95), sa najrealističnijim (P50) očekivanim ishodom od **1.86 M EUR**.

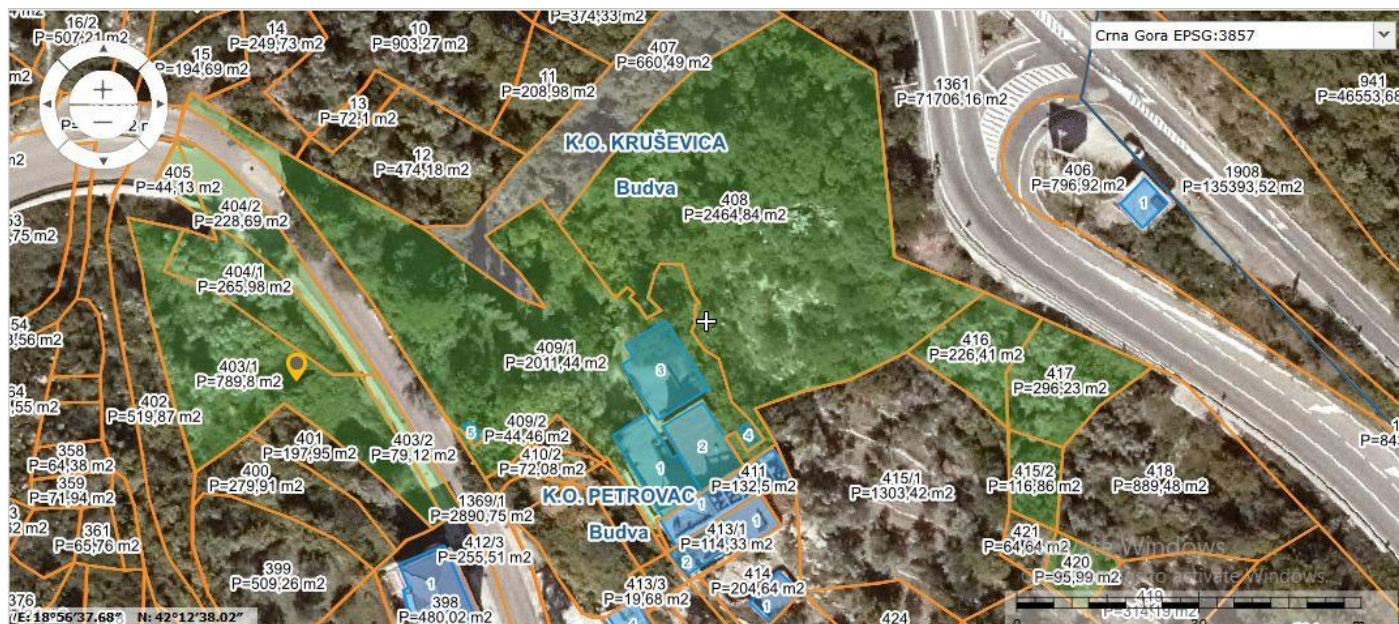
## 9 PRILOZI

### 9.1 FOTO DOKUMENTACIJA





## 9.2 KOPIJA PLANA



Nezvanična kopija katastarskog plana preuzeta sa [www.geoportal.co.me](http://www.geoportal.co.me)  
Predmetne parcele su označene zelenom bojom.

**9.3 LIST NEPOKRETNOSTI**

4/23/26, 11:04 AM

eKatastar

Korisnik: KORISNIK

Datum i vrijeme štampe: 23.04.2026 10:51

PODRUČNA JEDINICA  
BUDVA

Datum: 23.04.2026 10:51

KO: PETROVAC

**LIST NEPOKRETNOSTI 1050 - PREPIS**

| Podaci o parceli |             |            |             |                              |                                       |                         |        |
|------------------|-------------|------------|-------------|------------------------------|---------------------------------------|-------------------------|--------|
| Broj/podbroj     | Broj zgrade | Plan Skica | Datum upisa | Potes ili ulica i kućni broj | Način korišćenja Osnov sticanja       | Površina m <sup>2</sup> | Prihod |
| 403/1            |             | 5<br>5/24  | 02.04.2024  | STUPOVI                      | Gradjevinska parcela VIŠE OSNOVA      | 790                     | 0.00   |
| 403/2            |             | 5<br>5/24  | 02.04.2024  | STUPOVI                      | Voćnjak 2. klase VIŠE OSNOVA          | 79                      | 2.63   |
| 404/1            |             | 5<br>5/24  | 02.04.2024  | STUPOVI                      | Gradjevinska parcela VIŠE OSNOVA      | 266                     | 0.00   |
| 404/2            |             | 5<br>5/24  | 02.04.2024  | STUPOVI                      | Voćnjak 2. klase VIŠE OSNOVA          | 214                     | 7.13   |
| 405              |             | 5<br>5     |             | STUPOVI                      | Voćnjak 2. klase VIŠE OSNOVA          | 44                      | 1.47   |
| 408              |             | 2<br>2     |             | STUPOVI                      | Šume 4. klase VIŠE OSNOVA             | 2464                    | 1.48   |
| 409/1            | 1           | 5<br>1/22  | 04.03.2022  | STUPOVI                      | Društvena stambena zgrada VIŠE OSNOVA | 112                     | 0.00   |
| 409/1            | 2           | 5<br>1/22  | 04.03.2022  | STUPOVI                      | Društvena stambena zgrada VIŠE OSNOVA | 101                     | 0.00   |
| 409/1            | 3           | 5<br>1/22  | 04.03.2022  | STUPOVI                      | Društvena stambena zgrada VIŠE OSNOVA | 129                     | 0.00   |
| 409/1            | 4           | 5<br>1/22  | 04.03.2022  | STUPOVI                      | Pomoćna zgrada VIŠE OSNOVA            | 12                      | 0.00   |
| 409/1            | 5           | 5<br>1/22  | 04.03.2022  | STUPOVI                      | Pomoćna zgrada VIŠE OSNOVA            | 8                       | 0.00   |
| 409/1            |             | 5<br>1/22  | 04.03.2022  | STUPOVI                      | Šume 4. klase VIŠE OSNOVA             | 1128                    | 0.68   |
| 409/1            |             | 5<br>1/22  | 04.03.2022  | STUPOVI                      | Dvorište VIŠE OSNOVA                  | 500                     | 0.00   |
| 409/2            |             | 5<br>1/22  | 04.03.2022  | STUPOVI                      | Gradjevinska parcela VIŠE OSNOVA      | 49                      | 0.00   |
| 415/2            |             | 5<br>53    |             | STUPOVI                      | Voćnjak 2. klase VIŠE OSNOVA          | 117                     | 3.90   |
| 416              |             | 5<br>5     |             | STUPOVI                      | Voćnjak 2. klase VIŠE OSNOVA          | 226                     | 7.53   |
| 417              |             | 5<br>5     |             | STUPOVI                      | Voćnjak 2. klase VIŠE OSNOVA          | 296                     | 9.86   |
| 420              |             | 5<br>5     |             | STUPOVI                      | Voćnjak 2. klase VIŠE OSNOVA          | 96                      | 3.20   |
|                  |             |            |             |                              |                                       |                         |        |

4/23/26, 11:04 AM

eKatastar

**Podaci o vlasniku ili nosiocu prava**

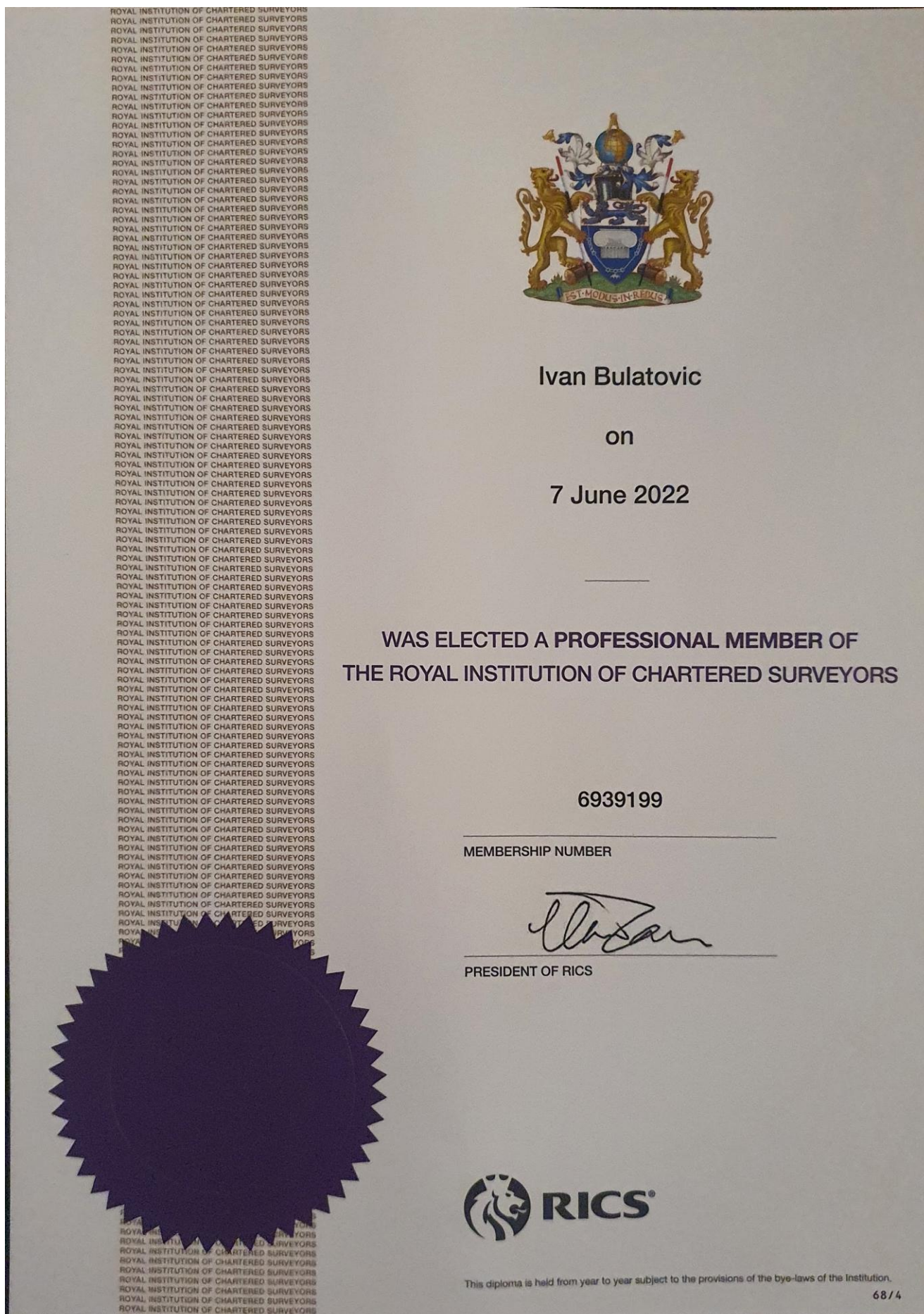
| Matični broj - ID broj | Naziv nosioca prava - adresa i mjesto     | Osnov prava | Obim prava |
|------------------------|-------------------------------------------|-------------|------------|
| *                      | „FIRST ASSETS MANAGEMENT,,DOO PODGOR<br>* | Svojina     | 1/1        |

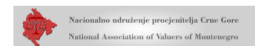
**Podaci o objektima i posebnim djelovima objekta**

| Broj/podbroj | Broj zgrade | Način korišćenja<br>Osnov sticanja<br>Sobnost | PD<br>Godina<br>izgradnje | Spratnost/<br>Sprat<br>Površina | Osnov prava<br>Vlasnik ili nosilac prava<br>Adresa, Mjesto |
|--------------|-------------|-----------------------------------------------|---------------------------|---------------------------------|------------------------------------------------------------|
| 409/1        | 1           | Društvena stambena<br>zgrada<br>VIŠE OSNOVA   | 967                       | PRIZEMNA<br>ZGRADA<br>134       | Svojina 1/1<br>„FIRST ASSETS MANAGEMENT,,DOO<br>PODGOR *   |
| 409/1        | 2           | Društvena stambena<br>zgrada<br>VIŠE OSNOVA   | 867                       | PRIZEMNA<br>ZGRADA<br>101       | Svojina 1/1<br>„FIRST ASSETS MANAGEMENT,,DOO<br>PODGOR *   |
| 409/1        | 3           | Društvena stambena<br>zgrada<br>VIŠE OSNOVA   | 967                       | PRIZEMNA<br>ZGRADA<br>133       | Svojina 1/1<br>„FIRST ASSETS MANAGEMENT,,DOO<br>PODGOR *   |
| 409/1        | 4           | Pomoćna zgrada<br>VIŠE OSNOVA                 | 967                       | PRIZEMNA<br>ZGRADA<br>12        | Svojina 1/1<br>„FIRST ASSETS MANAGEMENT,,DOO<br>PODGOR *   |
| 409/1        | 5           | Pomoćna zgrada<br>VIŠE OSNOVA                 | 967                       | PRIZEMNA<br>ZGRADA<br>8         | Svojina 1/1<br>„FIRST ASSETS MANAGEMENT,,DOO<br>PODGOR *   |

**Ne postoje tereti i ograničenja.**

#### 9.4 SERTIFIKAT OVLAŠĆENOG PROCJENJIVAČA





# CERTIFICATE OF RECOGNITION

THE EUROPEAN GROUP OF VALUERS' ASSOCIATIONS (TEGOVA)  
and  
NATIONAL ASSOCIATION OF VALUERS OF MONTENEGRO (NAVIM)

certify that the person named below, having met all the requirements,  
is admitted to use the title of Recognised European Valuer  
and the designatory letters REV

**Ivan Bulatovic REV**  
**Recognised European Valuer**

Certificate Registration Number: REV-ME/NAVIM/2023/1  
Issued on: 01/06/2018  
Valid until: 31/05/2028

Validity of this certificate must be confirmed by the online register at [www.tegova.org](http://www.tegova.org)

Krzysztof Grzesik  
Chairman of the Board of Directors  
**TEGOVA**

Milan Mirković  
President  
**NAVIM**

. National Association of Valuers of Montenegro (NAVIM) . Studentska lamela 11 . ME-81000 Podgorica . Montenegro .

## **10 IZJAVA PROCJENITELJA O OGRANIČENJU OD ODGOVORNOSTI**

1. Izvještaj je urađen za interne potrebe naručioca, te nije dozvoljeno korišćenje istog u druge svrhe, kako od strane naručioca, tako i od strane trećih lica.
2. Izvještaj je sačinjen na zahtjev i za potrebe pravnog lica PRVA BANKA CRNE GORE AD PODGORICA, te nije dozvoljeno korišćenje izvještaja niti njegovih djelova od strane trećih lica bez saglasnosti odgovornog procjenitelja.
3. Izvještaj je urađen pod pretpostavkom da je dokumentacija, dostavljena od strane naručioca procjene, kompletna i da sadrži istinite podatke o površinama.
4. Procjenitelj ne preuzima odgovornost za okolnosti koje su nastale nakon dostavljanja relevantne dokumentacije tj. nakon datuma izrade procjene.
5. Procjenitelj po svojoj profesionalnoj edukaciji nije pravnik, te stoga može samo da konstatuje pravne rizike. Procjenitelj ne preuzima odgovornost da se njegovo mišljenje interpretira kao pravno mišljenje, tako da bilo kakvi problemi pravne prirode nisu uzeti u obzir prilikom procjene.
6. Procjenitelj nije kvalifikovan da daje komentare i procjene vezano za zaštitu čovjekove okoline, te se smatra da zemljište na kome se objekat nalazi nema kontaminacione probleme, niti da materijal od koga je objekat napravljen sadrži toksične elemente.
7. Procjenitelj je svoju analizu bazirao na dostavljenoj dokumentaciji, analizi UT uslova i Idejnom rješenju koje je ugradilo stručno lice. Procjenitelj ne preuzima na sebe odgovornost eventualne neusklađenosti Idejnog rješenja sa izdatim UT uslovima ili urbanističkim planom.
8. Ne preuzima se odgovornost za makro-ekonomske rizike koji mogu biti uzrokovani političkom, socijalnom ili ekonomskom nestabilnošću.
9. Pretpostavlja se da:
  - a) postoji punovažnost svih potpisa i pečata
  - b) su odgovarajuća ovlašćena lica potpisala dokumentaciju
  - c) postoji tačnost svih podataka u dokumentima
  - d) postoji autentičnost i potpunost dokumenata na osnovu kojih su načinjene kopije
  - e) ni jedan od dokumenata nije izmijenjen ili učinjem nevažećim drugim dokumentima, ugovorima ili sporazumima