

# Croatia osiguranje d.d.

Procjena intrinzične vrijednosti dioničkog kapitala

Suma dijelova (SOTP) — Model kapitalizacije dobiti | 25. travnja 2026.

Fer vrijednost

**5.157 EUR**

*po dionici (CROS-R-A)*

Equity Value

**2.126 mil EUR**

*ukupno (SOTP)*

# Sadržaj prezentacije

8 cjelina • ~50 slajdova

1	<b>O ovoj valuaciji</b> • Metodologija i ograničenja	3
2	<b>Profil i poslovni model</b> • Ukratko o Croatia osiguranju	12
3	<b>Pretpostavke modela</b> • Makro, segmenti, ulaganja, trošak kapitala	20
4	<b>Investicijski model</b> • Alokacija, očekivani prinosi i rezultati	24
5	<b>Projekcije neživot</b> • Vezani biznisi, prihodi i troškovi	29
6	<b>Projekcije život</b> • Manji dio biznisa koji se održava	37
7	<b>Konsolidirane projekcije</b> • Cjelina poslovanja na razini grupe	40
8	<b>SOTP Valuacija</b> • Sum-of-the-parts: Neživot + Život + OSD portfelj	44

---

DIO 1

# O ovoj valuaciji

*Metodologija*

# O ovoj valuacijskoj vježbi

Što ovo je i što nije

## ŠTO JE OVO

### SOTP procjena Croatia osiguranja

Suma dijelova (Sum-of-the-Parts, SOTP): Neživot + Život + OSD / FVOCI portfelj. Metoda kapitalizacije dobiti — diskontirana neto dobit po segmentima do 2030.E + terminal.

### Bazirano na IFRS 17 izvještajima 2022.-2025.

Konsolidirani RDG, bilanca i bilješke. Dodatno: nekonsolidirani izvještaj Matice za interne transfere zdravstvenog segmenta.

### Tri izvora vrijednosti

(1) Temeljno osiguravateljsko poslovanje, (2) ulagački višak (Sava Re), (3) ostali biznisi (Poliklinike, STP, mirovine, LAQO).

## ŠTO OVO NIJE

**Nije** investicijska preporuka — namjera je pokazati metodologiju

**Nije** rigorozni 'sell-side' model — pretpostavke su autorske i grube

**Nije** FCFE — koristimo kapitalizaciju dobiti (jednostavnije za osiguratelje)

**Nije** iscrpan kvartalni model — fokus na održivost zarade kroz cijeli osiguravateljski ciklus

## Zašto SOTP model?

Dva temeljna biznisa u osiguranju plus složeno ostalo poslovanje.

Ali najvažnije: **dionice Sava Re** u FVOCI dijelu portfelja koje su nebitne za temeljno poslovanje (osim dividende koja ulazi u RDIG i povećava profitabilnost) a koji već sada vrijedi oko **23% tržišne kapitalizacije CROS**.

# Kompliciran model

## 1 Više biznisa istovremeno

Životno, neživotno, investicijsko i ostalo poslovanje – svaki sa svojim driverima i računovodstvenim tretmanom.

## 2 Sava Re udio

Investicijski segment je dodatno zakompliciran udjelom u Sava Re – posebno kad se utjecaji uklapaju u prethodne godine radi usporednosti.

## 3 Zdravstveno + akvizicije

Učinci konsolidacije i ciljevi uprave do 2030. ostvarivi samo akvizicijama – modeliranje na razini grupe je kompleksno.

## 4 Ograničeni javni podaci

U izvještajima nedostaju detaljni podaci za sve konsolidirane biznise; cjelina „ostalih” (uklj. zdravstveni) projicira se na agregatnoj razini.

## 5 Vremensko ograničenje

Valucija rađena u kratkom roku – nije na teorijski mogućoj razini i sigurno sadrži greške.

## 6 Robusnost > preciznost

Gdje mi se nije dalo fino modelirati ili nisam imao vremena loviti greške, promislio sam o robusnosti: koliko je to uopće bitno? Cilj je da pogreška u pretpostavci ne pomiče zaključak.

### Kompliciran model je teško napraviti ali lagano kritizirati

Teško je obuhvatiti ovako složeno poslovanje modelom sa stotinama varijabli, ali je upravo zato puno prilika za kritiku (velik broj pretpostavki i isprepletenosti); stoga je važna robusnost i ‘reality check’ koji dajemo na kraju.

# Metodološki izazovi — pregled

Šest tema koje moraju biti riješene prije bilo kakve projekcije

## 1 Konsolidacija Zdravstva

MSFI 17 eliminira interne prihode Poliklinika; segment lažno izgleda kao gubitaš. Rješenje: Pro-forma projiciranje i objedinjavanje sa službenim izvještajima.

## 2 Investicijski portfelj i Sava Re

1,66 mlrd EUR ulaganja; 19,1% udjel u Savi Re klasificiran kao FVOCI — aprecijacija ide u ostalu sveobuhvatnu dobit (OSD), ne u P&L.

## 3 Ostali rashodi os. usluga (Bilješka 5.1 iz GI 2025.)

MSFI 17 pripadni trošak (83 mil. 2025.) — modeliran kroz 5 podredova s različitim driverima.

## 4 Ostali poslovni rashodi (Bilješka 10)

Ne-pripadni (73 mil. 2025., +32%) — 100% non-osigurateljni segmenti, razrada po vrsti troška.

## 5 MSFI 17 / M&A / cash-out

CSM oslobođenje (22%), M&A 50,7 mil. EUR financiran 60% iz portfelja, goodwill ~3,6 mil./god.

## 6 Trošak kapitala i rast

Cost of Equity / trošak kapitala (ke) promjenjiv (9,15–9,9%) prema padu Rf; g = 3,5% (BDP-konzistentan); spread 5,65%.

# Zdravstvo: računovodstvena iluzija

Konsolidacija pod MSFI 17 zamagljuje prikaz poslovanja poliklinika

## IZAZOV

### Eliminacija internih prihoda

MSFI 17: interni transferi između Matice (osiguranja) i Poliklinika brišu se u konsolidaciji — prihodi nestaju, troškovi 100% ostaju.

### Lažni gubitaš

Poliklinike u konsolidaciji izgledaju kao -10 mil. EUR EBITDA (2025.), iako su samostalno profitabilne s 25-35 mil. prihoda.

### Veličina eliminacije

2024. = 9,52 mil. EUR | 2025. = 15,00 mil. EUR | projekcija 2030. = 45 mil. EUR (Bilješka Transakcije s povezanim stranama).

## RJEŠENJE U MODELU

### Standalone Pro-forma sheet

- Vraća interne prihode Poliklinikama radi izračuna stvarne EBITDA-e (slajd 'Ostalo Poslovanje').
- Razdvojeni segmenti: Zdravstvo, STP, Mirovinski (PBZ Croatia + MOD), Matica HQ — svaki s vlastitim rastom prihoda i OPEX-a.

### Bottom-up rast do 100 mil. EUR (2030.)

- 8% organski rast + M&A program: 39 mil. EUR akviziranog prihoda 2026.-2028.
- EV/Prihod 1,3x → 50,7 mil. EUR cash-out; financiranje 60% iz portfelja, 40% iz zadržane dobiti.

### Konsolidacijski most (2030.)

- Bruto prihodi Pro-forma = 136 mil. EUR - eliminacija = 45 mil. EUR = konsolidirano 91 mil. EUR (Neživot F30).
- Sinergija osiguranja: eliminirani interni prihod čuva Loss Ratio Matice na ~88% umjesto 93%.

# Investicijski portfelj i Sava Re

Strateška 19,1% pozicija — FVOCI tretman mijenja sve

## STRUKTURA PORTFELJA & POZICIJA

### Veličina portfelja

Ulaganja 2025. = 1.659 mil. EUR → projekcija 2030. = 2.276 mil. EUR (CAGR ~6,5%). Alokacija 2030.: obveznice 49,2%, dionice 24,2%, fondovi 7%, nekretnine 8,5%, depoziti 8%.

### Sava Re — strateški udjel

3.296.436 dionica = 19,1% kapitala (najveći pojedinačni dioničar nakon SDH). Akvizicija 04/2025.: +838.197 dionica zamjenom za 19,99% Professio Energia (CROS prepustio Adrisu).

### Vrijednost i prinos

Cijena: 40 EUR (12/2024.) → 66,5 EUR (12/2025.) → 91 EUR (spot 2026.). Aprecijacija +127% u 2025. Tržišna vrijednost na 91 EUR ≈ 300 mil. EUR. Dividenda 2025. = 7,42 mil. EUR (yield 2,47%).

## TRETMAN I MODELIRANJE

### FVOCI tretman (MSFI 9)

- Sava Re klasificirana kao FVOCI vlasnički instrument — promjene fer vrijednosti idu u OSD, NE u P&L.
- Posljedica: kapitalna aprecijacija (+50 mil. EUR/god 2025.) ne utječe na neto dobit, ali povećava knjig. vrijednost kapitala kroz OSD.
- Samo dividenda (7,42 mil. 2025.) ulazi u P&L kao 'Prihod od dividendi' (RDiG IFRS 17, red 78).

### SOTP komponenta C — Normalizirani OSD

- Tržišna vrijednost FVOCI portfelja (314,4 mil.) – kapitalizirana dividenda (~127 mil. po  $D/(ke-g)$ ) = 187,6 mil. EUR.
- Razlog umanjenja: dividenda je već u projiciranom P&L; direktno dodavanje pune tržišne vrijednosti = dvostruko brojanje.

### Osjetljivost

- Cijena Sava Re 61–121 EUR po koracima 10 EUR — svakih 10 EUR pomaka = +/- ~80 EUR po dionici CROS-a.

# Ostali rashodi pružanja usluga osiguranja

MSFI 17 pripadni trošak — iznad tehničkog rezultata

## ŠTO JE TO & IZAZOV

### Definicija (bilješka 5.1)

Pripadni operativni troškovi osiguranja IZNAD tehničkog rezultata.  
Sadržaj: plaće procjenitelja šteta, underwritera, aktuara, dio IT/admin, AO doprinosi za zdravstveno, troškovi platnog prometa.

### Velicina i alokacija

78,02 mil. EUR (2024.) → 83,20 mil. EUR (2025.) — rast 6,6% (organski, bez akvizicija). Alokacija: ~96% Neživot / ~4% Život. STROGO ne sadrži troškove Poliklinika/STP/Mirovinskih.

### Zašto ne jednom stopom

Komponente imaju različite drivere; ekonomija razmjera (rast premije 9% NE traži 9% više aktuara/IT); alokacija Neživot/Život varira po godini.

## RJEŠENJE: 5 PODREDOVA PO DRIVERU

### Dio 'Ostali rashodi pružanja usluga'

**Plaće — 29,02 mil. (35%)** → CPI + 2pp (rast plaća u finansijskom sektoru)

**Troškovi usluga — 19,27 mil. (23%)** → CPI + 2pp (DORA pritisak na IT vs. ek. razmjera)

**Amortizacija — 9,62 mil. (12%)** → CPI (umjereni rast s digitalnim CAPEX-om)

**Ostali operativni — 17,85 mil. (21%)** → CPI + 2pp (energija, naknade, sponzorstva)

**Varijabilni — 7,44 mil. (9%)** → rast BZP Neživota (AO doprinos, provizije banaka)

# Ostali poslovni rashodi

MSFI 17 trošak ne-pripadan osiguranju — ispod tehničkog rezultata

## ŠTO JE TO & IZAZOV

### Definicija (bilješka 10 u FY 2025.)

Ne-pripadni troškovi osiguranje ISPOD tehničkog rezultata. Sadržaj: 100% plaća doktora i med. osoblja poliklinika, materijal, amortizacija MR/CT, zakupnine klinika, OPEX Stanica za tehnički pregled (STP), korporativni HQ overhead.

### Veličina i dinamika

54,9 mil. EUR (2024.) → 72,8 mil. EUR (2025.) — rast 32,5% (full-year konsolidacija akvizicija + organski rast Poliklinika). Ne sadrži Mirovinski OPEX (PBZ Croatia osiguranje konsolidirana metodom udjela).

### Izazov modeliranja

Eksplozivan rast Poliklinika (35 → 100 mil. do 2030.); bilješka 10 FI 2025. grupira po vrsti, NE po segmentu; različiti drajveri (plaće doktora prate polikl., usluge prate premije, materijal 100% polikl.).

## RJEŠENJE: PROFORMA RAZRADA PO VRSTI

### Sheet 'Ostalo Poslovanje - PROFORMA'

- Plaće i doprinosi 20,6 mil. | Intelektualne usluge 9,3 | Amortizacija 6,9 | Troškovi usluga 6,18
- Zakupnine 3,50 | Promidžba 2,7 | Materijal 2,1 | Goodwill 1,7 | Ostali rashodi 19,9

### Težinski drajveri

- Svaka stavka ima 'Ponder rasta od Zdravstva' i 'Ponder od Ostalog' — npr. plaće 100% Z + 100% O, usluge 50% Z + 100% O, materijal 100% Z + 70% O.

### Linkano

- U model za neživot — red 31 'Ostali poslovni rashodi'; 100% u Neživot segmentu prema MSFI 8.

## MSFI 17 — CSM i RA (Život)

- Život ide po MSFI 17 (GMM + VFA): prihod kroz oslobođenje ugovorne marže (CSM) i ispravka za rizik (RA).
- Početni CSM 2025. = 17,1 mil. EUR | stopa oslobođenja 22% | novo poslovanje +1,66 mil. (pomak prema unit-linked).
- Klasični život stagnira/pada: 13,86 mil. (2025.) → 11,55 mil. (2030.). Strateški pomak je riziko + mirovinski.

## Interakcija M&A i cash-out

- M&A program 2026.–2028. (50,7 mil. EUR cash-out) — 60% iz investicijskog portfelja → smanjuje invest. sredstva.
- Konzistentnost: M&A i Capex sheet eksplicitno smanjuje 'Ulaganja' u konsolidiranoj bilanci za kumulativni cash-out (29,75 mil. do 2030.).
- Goodwill ~3,6 mil. EUR/god iz akvizicija (EV/Rev 1,3x → razlika iznad 1,0x = goodwill na bilanci).

## Trošak kapitala (ke)

- ke se mijenja kroz vrijeme: 9,9% (2026.) → 9,65% → 9,35% → 9,15% (2029.–2030.) — reflektira pad  $R_f$  (3,25% → 2,5%).
- CAPM:  $ke = R_f + \beta \times ERP = (2,5 - 3,25\%) + 0,95 \times 7\%$ . Beta za defanzivnog kompozitnog osiguratelja (Allianz/AXA/Generali peer).
- Osjetljivost: paralelni shift ke od -1pp do +1pp → raspon ciljane cijene 4.400–6.300 EUR.

## Terminalni rast (g)

- $g = 3,5\%$  — **konzervativno** jer je ispod dugoročnog nominalnog rasta hrvatskog BDP-a (realni 2,2% i CPI 2%; oko 4,2%) iako je penetracija osiguranja u RH daleko ispod razina u razvijenijim zemljama EU
- Implicirani spread  $(ke - g) = 9,15\% - 3,5\% = 5,65\%$  — zdravo i dovoljno daleko od točke divergencije terminalne formule.

---

DIO 2

# Profil i poslovni model

*Ukratko o Croatia osiguranju*

# Profil kompanije

140+ godina tradicije, vodeći osiguravatelj u Hrvatskoj i regiji

Osigurateljni prihodi 2025.

**606,8 mil EUR**

+12% YoY

Neto dobit 2025.

**65,5 mil EUR**

*stabilni rast*

Aktiva (Grupa)

**1,99 mlrd EUR**

31.12.2025.

SCR Matica

**268%**

*Fitch A- rejting*

## PROFIL

**Osnovano:** 1884. — preko 140 godina tradicije

**Tržišna pozicija:** Vodeći osiguravatelj u Hrvatskoj

**Tržišta:** HR, BiH, RS, MK + sloboda usluga u SI

**Klijenti:** Fizičke osobe, MSP, korporacije

**Rejting:** Fitch A- (jedini u HR sektoru osiguranja)

**Pacijenata 2025.:** ≈ 280.000 kroz Croatia Polikliniku

**Digitalna baza:** ≈ 258 tis. fizičkih osoba bez papira

**LAQO:** Prvi 100% digitalni osig. brand u HR

## INVESTICIJSKA TEZA

### 1. Disciplinirano osiguranje

Kombinirani omjer prosjek 93,6% (2022.-2025.) — razred kvalitetnih EU osiguratelja.

### 2. Investicijski 'višak'

Portfelj 1,66 mlrd EUR premašuje potrebe osiguranja — de facto dvije kompanije u jednoj.

### 3. Sava Re kao tihi div

20% udio CO; FVOCI portfelj 314 mil. EUR (12/2025.), do 23.4.2026. ≈ 400 mil EUR.

### 4. Pet operativnih biznisa

Osiguranje, zdravstvo, STP, mirovine, nekretnine — ekosustav s vlastitom dinamikom.

### 5. AI/digital podiže efikasnost

75% šteta digit. kanalima; samoprocjena zatvara cijeli ciklus za > 10.500 šteta godišnje.

# Arhitektura poslovanja

Pet operativnih segmenata + investicijski portfelj

1. OSIGURANJE	2. ZDRAVSTVO	3. STP	4. MIROVINE	5. NEKRETNINE
<p>Životno + neživotno</p> <p><b>606,8 mil EUR</b></p> <p><i>prihodi 2025.</i></p> <p>Kasko, AO, imovina, zdravstvo, transport, cyber. Životno: klasično + unit-linked.</p>	<p>Croatia Poliklinika</p> <p><b>9 gradova</b></p> <p><i>≈ 280.000 pac.</i></p> <p>ZG, ST, RI, OS, VZ, ZD, PU, KC, DU. Akvizicije: Marin Med, Medros. Plan: vlastita bolnica.</p>	<p>Stanice za tehnički pregled</p> <p><b>13,76 mil EUR</b></p> <p><i>prihodi 2025.</i></p> <p>CROSIG STP + Autoprijevoz, Herz, Slavonijatrans, Crotehna (BiH), Auto inspekt, AUTO_THE.</p>	<p>Croatia MOD + PBZ Croatia</p> <p><b>8,93 mil EUR</b></p> <p><i>naknade 2025.</i></p> <p>100% Croatia MOD (3. stup) + 50% PBZ Croatia osig. (1. i 3. stup, metoda udjela).</p>	<p>Croatia Premium / Nekretnine / Astoria</p> <p><b>≈ 170 mil EUR</b></p> <p><i>imovine</i></p> <p>Komercijalizacija, najam i razvojni projekti — odvojeno od osiguravateljskih ulaganja.</p>

+ **INVESTICIJSKI PORTFELJ** (transverzalan svim segmentima)

**1.659 mil EUR** ulaganja na 31.12.2025. • 49% obveznice • 19% dionice (od čega Sava Re 311 mil EUR) • 10% nekretnine • 13% depoziti • ostalo

# Arhitektura poslovanja (2)

Osnovne sinergije



Osnovne sinergije se mogu u grubo prikazati ovako, s time se da ovdje ne vide kvantitativni efekti:

- Udjela u Sava Re
- Razmjera i kvaliteta sinergija osiguranja s poliklinikama, koji su vrlo atraktivan biznis i sam po sebi
- Budućeg doprinosa digitalnih kanala kao LAQO koji je za sada neto veliki trošak

# Croatia osiguranje — 'tri kompanije u jednoj'

Zašto valuacija nije trivijalna

1

## OSIGURAVATELJSKI BIZNIS

### Kombinirani omjer 93,6%

*prosjeak 2022.–2025.*

Disciplinirano poslovanje neživot segmenta — razred kvalitetnih EU osiguratelja (95–100% standard).

- Premije rastu ~12% godišnje (CAGR 22-25)
- Stabilna marža iz ugovora 5–7% bruto premije
- Volatilnost samo na katastrofalne godine (ljetu 2023.)
- Kvalitetan osiguravatelj NE OVISI o ulaganjima da bi bio profitabilan

2

## INVESTICIJSKA KOMPANIJA

### 1.659 mil EUR

*ulaganja 31.12.2025.*

Portfelj daleko nadmašuje potrebe osiguravateljskog biznisa — de facto višak kapitala.

- Obveze iz osiguranja ≈ 900 mil EUR → višak ≈ 760 mil EUR
- Sava Re udjel: 314 mil EUR (12/2025) → ≈ 400 mil EUR (4/2026)
- FVOCI dobiti NIKAD ne prelaze u P&L (po MSFI 9 izboru)
- Ovaj dio se mora valuirati ODVOJENO da ne bismo brojali dva puta

3

## OSTALI BIZNISI

### +45,9 mil EUR

*ostali prihodi 2025.*

Poliklinike, STP, mirovine, nekretnine, LAQO — paralelne uslužne djelatnosti uz jezgru osiguranja.

- Poliklinike rast 36% YoY (2024-2025)
- STP: stabilnih 12-14 mil EUR prihoda godišnje
- Trenutno gube novac — option to abandon ili ostvariti dobit
- Velik dio gubitka iz LAQO (ulaganje u digitalni rast)

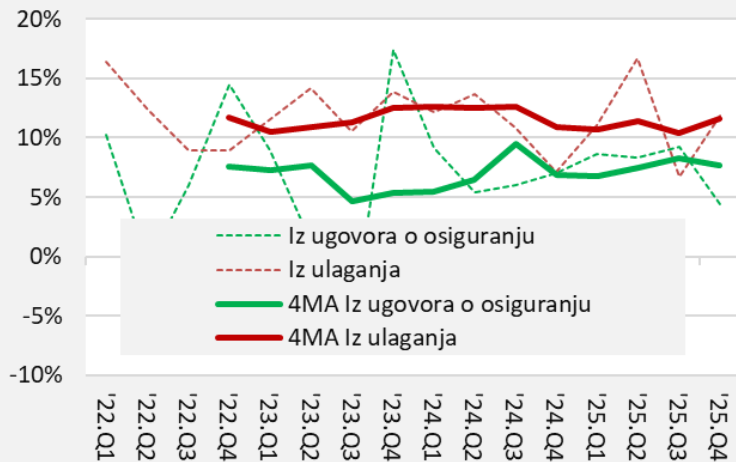
**Implikacija:** Standardni P/E na konsolidiranu dobit daje pogrešnu sliku — trebamo SOTP gdje svaki dio vrednujemo po vlastitoj logici.

# Temeljno poslovanje – pogled ‘iz aviona’

Postojeći podaci pokazuju kvalitetan i robustan osiguravateljski biznis.

## Croatia osiguranje

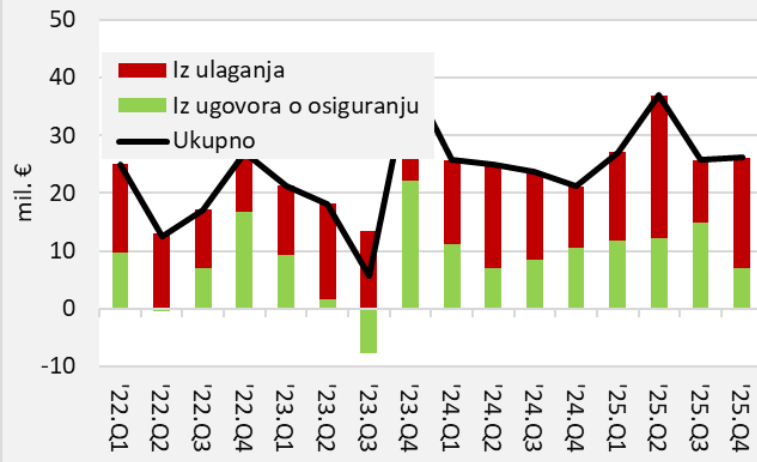
Rezultati kao % od premija



Izvor: Croatia osiguranje izvješća

## Croatia osiguranje

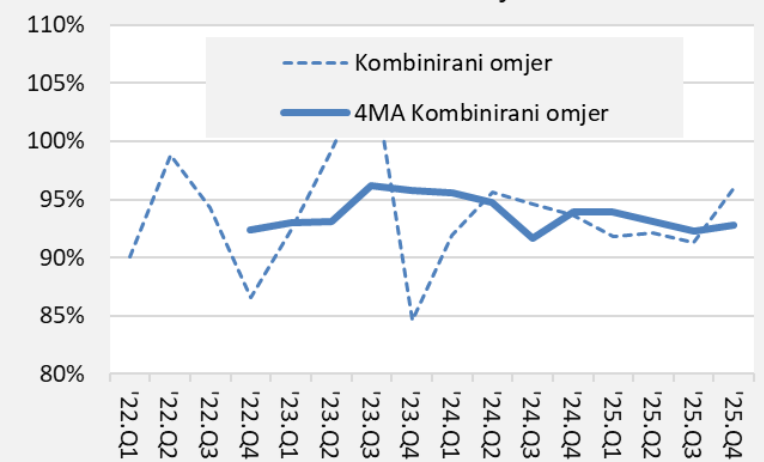
Rezultat iz ugovora o osiguranju i ulaganja



Izvor: Croatia osiguranje izvješća

## Croatia osiguranje

Kombinirani omjer



Izvor: Croatia osiguranje izvješća

**Temeljno poslovanje stabilno i kvalitetno.** Kombinirani omjer se na 4Q prosjeku uglavnom kreće oko 93% i pada, što znači profitabilan underwriting. U odnosu na benchmarke, 95–98% je solidno, a 90–95% dobro do vrlo dobro.

**Rezultat iz ugovora o osiguranju je pozitivan i relativno stabilan,** najčešće oko 5–9% premija na 4Q prosjeku. To upućuje na zdravu maržu iz temeljnog osiguravateljnog poslovanja, odnosno discipliniran pricing, kontrolu šteta, troškove i rezerviranje.

**Investicijski rezultat podupire profitabilnost.** Ukupni rezultat iz osiguranja i ulaganja zato je konzistentno pozitivan, najčešće oko \*\*20–30+ mil. € po kvartalu.

~ Croatia osiguranje je prema ovim pokazateljima \*\*stabilan i kvalitetan osiguravatelj\*\*: underwriting je profitabilan, kombinirani omjer bolji od granice profitabilnosti, a investicijski rezultat daje dodatni sloj zarade. ~

# Digitalna transformacija

AI i automatizacija kao temelj operativne efikasnosti

## 75%

**ŠTETA**

Digitalnim kanalima (web/email)

## 10.500+

**AUTO-ŠTETA**

Cjelokupno automatski u 2025.  
(od prijave do isplate)

## 258 tis.

**BEZ PAPIRA**

Trećina fizičkih osoba digitalno

## AI

**WHATSAPP**

LAQO — prvi AI agent za police

## KLJUČNI DIGITALNI PROIZVODI

### LAQO

Prvi 100% digitalni hrvatski osig. brand. Lansiran 2020., snažan rast prihoda godišnje. Prva u tržištu uvela AI asistenta za ugovaranje police preko WA

### Koreqt

Platforma za usporedbu i ugovaranje proizvoda online — direktni kanali prema klijentima bez posrednika.

### Croatia Poliklinika digital

Online rezervacija termina, e-uputnice, integracija s Moja Croatia.

### Moja Croatia

Mobilna aplikacija — pregled i upravljanje policama, e-prijave šteta, digitalni dokumenti, popusti.

### AI auto-procjena

Računalni vid procjenjuje oštećenja na vozilima — preko 10.500 manjih nespornih zahtjeva u 2025. obrađeno potpuno automatski.

### Backend automatizacija

Procesi underwritinga, fraud detection, štete — RPA i ML modeli optimiziraju operacije.

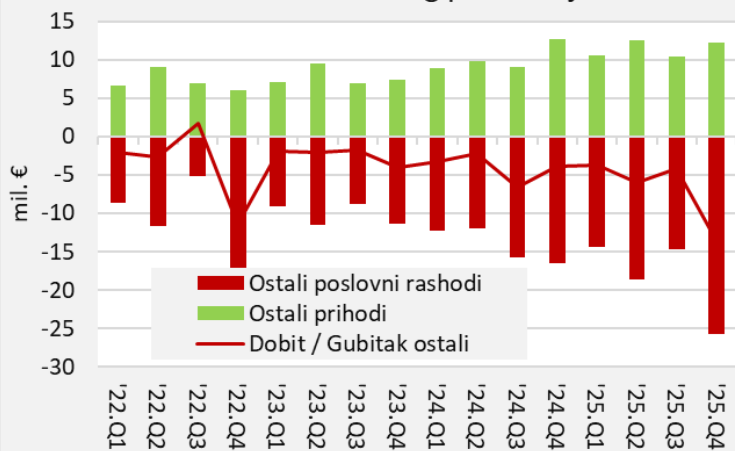
**Već i digitalna transformacija omogućuje poboljšavanje parametara osiguravateljskog poslovanja, posebno prihodovna kapitalizacija dosadašnjih velikih razvojnih troškova branda LAQO**

# Ostalo poslovanje, ulagački portfelj i ostala sveobuhvatna dobit

Ključni elementi koje treba razmotriti, a koji se nadovezuju na temeljno poslovanje.

## Croatia osiguranje

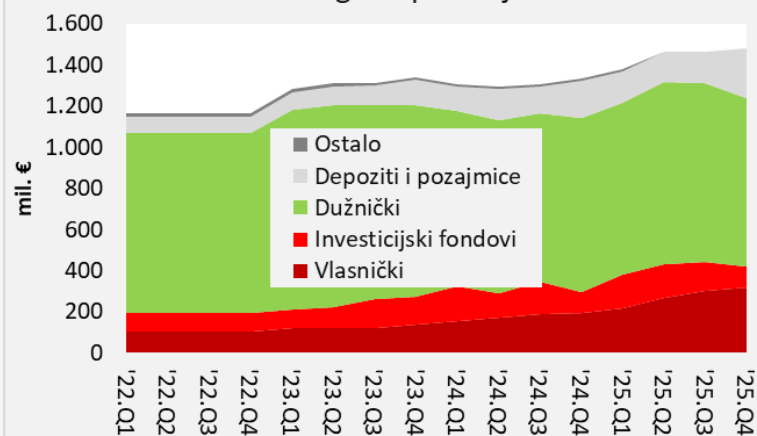
### Rezultat iz ostalog poslovanja



Izvor: Croatia osiguranje izvješća

## Croatia osiguranje

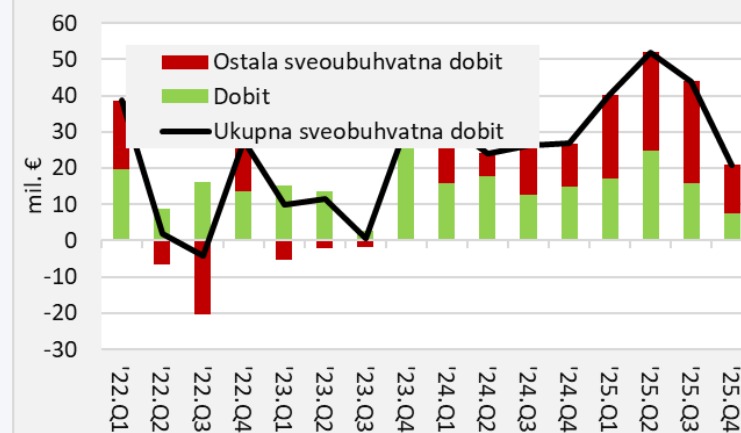
### Ulagački portfelj



Izvor: Croatia osiguranje izvješća

## Croatia osiguranje

### Sveobuhvatna dobit



Izvor: Croatia osiguranje izvješća

Ostalo poslovanje je gubitaš uglavnom zbog ne-knjiženja velikog dijela prihoda poliklinika koji se gube u konsolidaciji.

Drugi važan dio je troškovi razvoja branda LAQO koji će se ili kapitalizirati kao prihodi (vjerojatnije) ili prestati uz 'option to abandon'.

Ulagački portfelj je neuobičajeno nagnut dionicama, a to je zbog bubrenja vrijednosti investicije u Sava Re; koja dionica ima i dalje veliki potencijal rasta zbog tržišne pozicije i valuacijskih parametara (P/E oko 14).

Prvenstveno zbog Sava Re, ali i drugih dionica u FVOCI portfelju ostala sveobuhvatna dobit je velika i redovita, i u slučaju ako se ne računa kao SOTP nužno ju je uzeti kao redovnu dobit i gledati sveobuhvatnu dobit, a ne neto dobit – što svi profesionalni analitičari propuštajte te između ostaloga i zato imaju pogrešne valuacije.

---

DIO 3

# Pretpostavke modela

*Makro, segmenti, ulaganja, trošak kapitala — što hrani projekciju*

# Makro pretpostavke

BDP, kamate, inflacija — okvir za projekcije 2026.–2030.E

Pretpostavka	2026.E	2027.E	2028.E	2029.E	2030.E
Realni rast BDP-a HR (%)	2,5%	2,5%	2,3%	2,2%	2,2%
EUR 10Y benchmark (%)	3,3%	3,0%	2,7%	2,5%	2,5%
Inflacija CPI (%)	4,0%	3,5%	2,5%	2,0%	2,0%
Nominalni rast BDP-a HR (%)	6,6%	6,1%	4,9%	4,2%	4,2%
Rast tržišta osiguranja iznad BDP	+2pp	+2pp	+2pp	+2pp	+2pp
Nominalni rast tržišta osiguranja i CO	8,7%	8,2%	7,0%	6,3%	6,3%

## LOGIKA PRETPOSTAVKI

### Kamate dezinflacijski

EUR 10Y se postupno spušta s 3,3% (2026.) na 2,5% (2030.) — Utječe na prinos novih obveznica i otpuštanje diskonta MSFI 17 obveza.

### Inflacija → 'normala' 2%

CPI HR pada s 4,0% (2026.E) na 2,0% (2030.E) — konvergira na ECB target. Direktno pokreće rast plaća i admin troškova.

### Catch-up tržišta osiguranja

+2pp iznad nominalnog BDP-a — penetracija osiguranja u RH ispod EU prosjeka.

# Neživot — pretpostavke

Prilično standardne pretpostavke koje podrazumijevaju stalno, lagano poboljšavanje biznisa.

Pretpostavka	2022.	2023.	2024.	2025.	2026.E	2027.E	2028.E	2029.E	2030.E
<b>II. NEŽIVOTNO OSIGURANJE</b>									
Rast bruto zaračunate premije (%)		11,0%	13,5%	12,6%	8,5%	8,0%	7,0%	6,7%	6,3%
Bazna stopa šteta (%)	54,7%	64,0%	58,2%	57,7%	58,0%	58,0%	58,0%	58,0%	58,0%
Stopa provizija (%)	9,9%	9,7%	9,7%	10,3%	10,0%	9,9%	9,8%	9,7%	9,6%
Stopa ostalih troškova pribave (%)	11,3%	10,3%	10,5%	10,3%	10,4%	10,3%	10,2%	10,1%	10,0%
Stopa pripisivih administrativnih troškova (MSFI 17) (%)	15,6%	15,0%	14,1%	13,4%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%
Neto rezultat reosiguranja (% bruto zaračunate premije, negativno)	(3,2%)	(1,8%)	(2,8%)	(3,8%)	(3,4%)	(3,4%)	(3,5%)	(3,5%)	(3,5%)
Ostali rashodi/prihodi (% prošlogodišnjih šteta, proxy za opening OzNŠ)		10,2%	2,5%	5,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Neto fin. rashod od ugovora (% bruto zaračunate premije, negativno)	0,0%	(0,9%)	(1,0%)	(1,0%)	(1,0%)	(1,0%)	(1,0%)	(1,0%)	(1,0%)
Baseline ostali prihodi (neovisni o poliklinikama, rast %)					4,0%	3,5%	3,0%	3,0%	3,0%

## Polikl. interna sinergija — kako radi

Matica plaća svojoj poliklinici 15 mil EUR (2025.) za zdravstvene usluge. Poliklinici se NE knjiži taj prihod u konsolidaciji, a matici se NE knjiži trošak → smanjuje sintetičku stopu šteta (Loss Ratio) za ~250bp. do 2030E. Tako da je izračunata BZŠ manja od ovdje pretpostavljene bazne 58%

## Klimatski rizik premija

Stopa ustupanja u reosiguranju raste s 13,5% (2026.) na 14% (2030.) — skuplje reosiguranje za CAT (oluje, poplave). Stopa povrata: 75% (industry standard za 'normalnu' godinu).

# Život — pretpostavke

Mali segment, ali kompleksan po MSFI 17 — UgM i IZNF logika

Pretpostavka	2022.	2023.	2024.	2025.	2026.E	2027.E	2028.E	2029.E	2030.E
<b>III. ŽIVOTNO OSIGURANJE (CSM/RA — MSFI 17 GMM+VFA)</b>									
Početna ugovorna marža (mil. EUR)	20,1	0,2	0,1	17,1	15,6	15,1	14,8	14,8	15,0
Nova ugovorena vrijednost (novo poslovanje, mil. EUR)	1,0	1,1	1,0	1,7	2,5	2,7	2,9	3,1	3,3
Kamatna akrecija ugovorne marže (% početne ugovorne marže)	6,8%	13,7%	18,4%	24,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Oslobođenje ugovorne marže u dobit (% početne ugovorne marže)	37,3%	26,8%	25,1%	25,4%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%
Početni ispravak za rizik (IzVnF) (mil. EUR)				4,8	4,7	4,5	4,4	4,3	4,4
Novi IzVnF iz novog poslovanja (mil. EUR)					0,6	0,7	0,7	0,8	0,8
Stopa oslobođenja ispravka za rizik (% početnog IzVnF)					17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%
Rashodi — provizije (% prihoda)					26,5%	26,5%	26,5%	26,0%	26,0%
Rashodi — administrativni (% prihoda)					25,5%	25,0%	24,5%	24,0%	23,5%
Reosiguranje neto (mil. EUR)					(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)
Neto fin. rashod od ugovora (mil. EUR)					(4,5)	(4,6)	(4,7)	(4,8)	(4,9)
<b>Krajnja ugovorna marža (izračunato)</b>				15,6	15,1	14,8	14,8	15,0	15,4
<b>Krajnji ispravak za rizik (izračunato)</b>				4,7	4,5	4,4	4,3	4,4	4,4
Rast imovine pod upravljanjem Život (%)					-1,0%	-0,5%	0,5%	1,5%	2,5%
Rast rezervoara obveza Život (%)					(3,0%)	(2,0%)	(1,5%)	(1,0%)	(0,5%)
Rast ulagačkog portfelja (%)		13,3%	0,6%	10,7%	8,0%	7,0%	6,0%	6,0%	6,0%

## Vrlo konzervativne pretpostavke

Uprava najavljuje povratak rastu ovog biznisa, ali smo pretpostavili njegovu stagnaciju (vidjet ćete u valuaciji)

Kalkulacije su prilično komplicirane, ali iz izostavljamo jer ovo nije jako važan dio valuacije

---

DIO 4

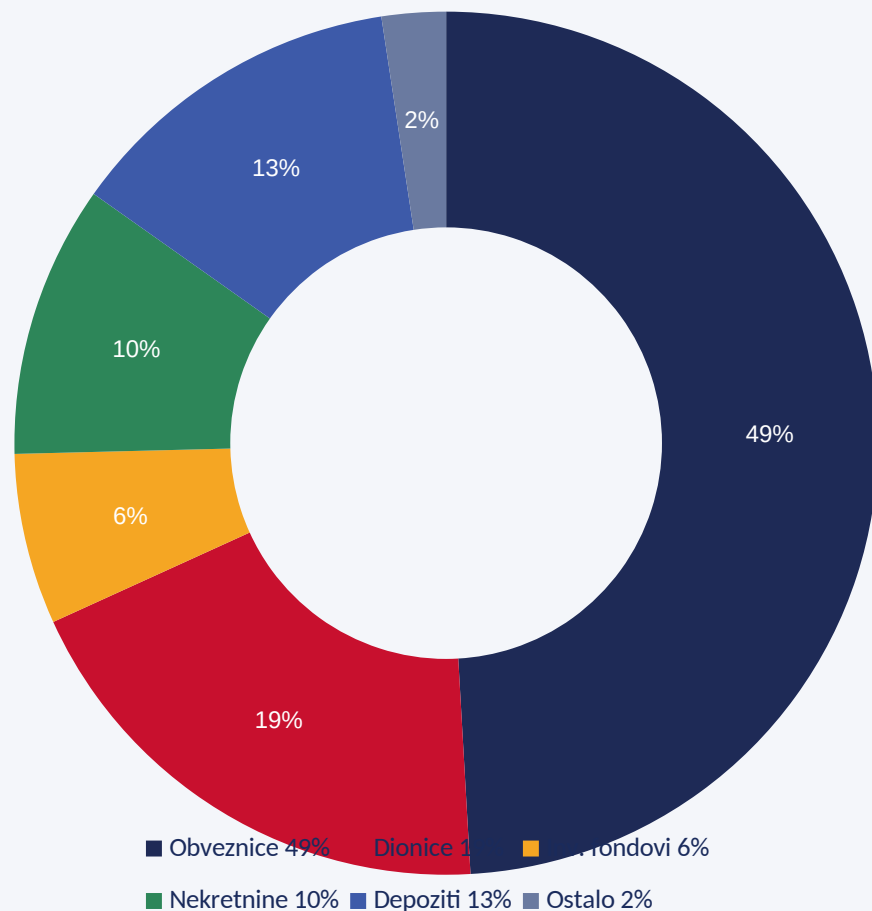
# Investicijski model

*Alokacija u investicijske klase, očekivani prinosi i rezultati*

# Investicijski status quo

Alokacija portfelja i prinosi po klasi imovine

Alokacija portfelja na 31.12.2025.



## PRINOSI PO KLASI (2026.E)

Obveznice	4,3%	Mix HRK gov ~3,5% + EUR korp. ~5%
FVOCI dionice (div.)	4,5%	Dividendni prinos Sava Re i ostalih
FVTPL dionice	11,0%	Trgovački dio (mali %)
Investicijski fondovi	5,0%	Mix mješoviti fondovi
Nekretnine	4,2%	Najam komercijalnih prostora
Depoziti	2,0%	EUR 1M interbank ~2,0-2,5%
Ostalo	6,0%	Loans, ostala financijska imovina

Implicirani investicijskih prihod: 4,4% (2025.) → 4,1% (2030E) — postupni pad zbog niže kamatne stope

# Investicijske pretpostavke (detaljno)

Standardan portfelj i uobičajene projekcije prinosa. Izuzetak je rast udjela dionica zbog eksplozije vrijednosti dionice Sava Re. i prinosi po klasi imovine

ALOKACIJA I PRINOSI ULAGAČKOG PORTFELJA	2022.	2023.	2024.	2025.	2026.E	2027.E	2028.E	2029.E	2030.E
Udio obveznica (%)	66,6%	62,5%	56,5%	49,1%	50,0%	49,8%	49,6%	49,4%	49,2%
Udio dionica (%)	8,0%	9,3%	12,8%	19,1%	23,4%	23,6%	23,8%	24,0%	24,2%
— <i>Udio FVOCI (%)</i>	7,8%	9,3%	12,8%	18,9%	23,3%	23,5%	23,7%	23,9%	24,1%
— <i>Udio FVTPL (%)</i>	0,2%	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
<i>Udio inv. fondova (%)</i>	6,6%	9,0%	6,9%	6,4%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Udio nekretnina (%)	10,5%	9,3%	10,2%	10,2%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Udio depozita (%)	5,5%	7,8%	10,3%	12,8%	9,1%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Udio ostalo (%)	2,7%	2,0%	3,4%	2,4%	2,0%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%
<b>Prinosi po klasi:</b>					8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Prinos na obveznice (%)					4,3%	4,2%	4,0%	3,8%	3,8%
Prinos na FVOCI dionice (samo dividende) (%)					4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Prinos na FVTPL dionice (ukupni) (%)					11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Prinos na inv. fondove (%)					5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Prinos na nekretnine (%)					4,2%	4,3%	4,4%	4,5%	4,5%
Prinos na depozite (%)					2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Prinos na ostalo (%)					6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%

# Investicijski portfelj - rezultati

Ukupno ulaganja 1,66 mlrd (2025.) → 2,27 mlrd EUR (2030E)

INVESTICIJSKI PORTFELJ	2022.	2023.	2024.	2025.	2026.E	2027.E	2028.E	2029.E	2030.E
<b>Ukupna ulaganja</b>	<b>1.314,5</b>	<b>1.489,2</b>	<b>1.498,8</b>	<b>1.659,3</b>	<b>1.842,8</b>	<b>1.949,1</b>	<b>2.048,8</b>	<b>2.158,6</b>	<b>2.267,9</b>
<i>Prosječna ulaganja</i>	1.314,5	1.401,8	1.494,0	1.579,1	1.751,1	1.895,9	1.998,9	2.103,7	2.213,3
PRINOS NA ULAGANJA	2022.	2023.	2024.	2025.	2026.E	2027.E	2028.E	2029.E	2030.E
<b>Neto prihod od ulaganja (Ukupno)</b>	<b>49,0</b>	<b>59,8</b>	<b>58,4</b>	<b>69,8</b>	<b>74,7</b>	<b>81,2</b>	<b>84,1</b>	<b>86,6</b>	<b>91,0</b>
— od obveznica					<b>37,3</b>	<b>39,7</b>	<b>39,7</b>	<b>39,6</b>	<b>41,5</b>
— od FVOCI dionica (dividende)					<b>16,7</b>	<b>20,0</b>	<b>21,2</b>	<b>22,5</b>	<b>23,9</b>
— od FVTPL dionica					<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>
— od inv. fondova					<b>5,9</b>	<b>6,6</b>	<b>7,0</b>	<b>7,4</b>	<b>7,7</b>
— od nekretnina					<b>6,9</b>	<b>6,9</b>	<b>7,5</b>	<b>8,0</b>	<b>8,5</b>
— od depozita					<b>3,8</b>	<b>3,2</b>	<b>3,2</b>	<b>3,4</b>	<b>3,5</b>
— od ostalog					<b>2,3</b>	<b>2,9</b>	<b>3,7</b>	<b>3,9</b>	<b>4,1</b>
— realizirani/nerealizirani/ostali neto					<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>
<b>od čega Neživot</b>	35,3	43,2	44,2	58,6	62,7	68,2	70,7	72,7	76,5
<b>od čega Život</b>	13,7	16,5	14,2	11,1	11,9	13,0	13,4	13,8	14,5
- udjel neživot	72,0%	72,3%	75,6%	84,0%	84,0%	84,0%	84,0%	84,0%	84,0%
<b>Investment Yield (%)</b>	<b>3,7%</b>	<b>4,3%</b>	<b>3,9%</b>	<b>4,4%</b>	<b>4,3%</b>	<b>4,3%</b>	<b>4,2%</b>	<b>4,1%</b>	<b>4,1%</b>

# Investicijski portfelj – rezultati (2)

Ukupno ulaganja 1,66 mlrd (2025.) → 2,28 mlrd EUR (2030E)

IZNOSI PO IMOVINSKOJ KLASI (mil. eura)	2022.	2023.	2024.	2025.	2026.E	2027.E	2028.E	2029.E	2030.E	CAGR 22.–25.	CAGR 25.–30.
<b>Obveznice</b>	875	931	846	815	921	971	1.016	1.066	1.116	-2,3%	6,5%
<b>Dionice</b>	106	139	192	317	432	461	488	519	549	44,2%	11,6%
— <i>Dionice FVOCI (strateške)</i>	103	139	192	314	429	458	485	516	546	45,2%	11,7%
— <i>Dionice FVTPL (držane za trgovanje)</i>	3	0	1	2	3	3	3	3	3	-7,8%	7,2%
<b>Investicijski fondovi</b>	87	134	103	106	129	136	143	151	159	6,9%	8,4%
<b>Nekretnine</b>	138	139	152	170	157	166	174	183	193	7,1%	2,6%
<b>Depoziti i gotovina</b>	72	116	154	212	168	156	164	173	181	42,9%	-3,0%
<b>Ostalo</b>	36	30	51	40	37	60	63	66	70	3,4%	11,9%
<b>Ukupno</b>	<b>1.315</b>	<b>1.489</b>	<b>1.499</b>	<b>1.659</b>	<b>1.843</b>	<b>1.949</b>	<b>2.049</b>	<b>2.159</b>	<b>2.268</b>	<b>8,1%</b>	<b>6,4%</b>

Velik rast dioničkog portfelja u 2026. odražava već ostvareni rast vrijednosti ulaganja u Save Re

---

DIO 5

# Projekcije neživot

*Procjena vezanih biznisa i svih prihoda i troškova*

# Neživot Model — Ostalo poslovanje

Svi sinergijski biznisi plus mali prihod sjedišta matice ulaze ovdje

## CROATIA OSIGURANJE d.d. | Ostalo poslovanje (Pro-forma) — Zdravstvo, STP, Mirovinski, Matica HQ

Pro-forma samostojeći P&L non-osigurateljnih segmenata + razrada Bilj. 10 | EUR mil | 2022.–2030.

A. ZBIRNA TABLICA — PRIHODI	2022.	2023.	2024.	2025.	2026.E	2027.E	2028.E	2029.E	2030.E	CAGR 22-25	CAGR 25-30.E
Zdravstvo (Poliklinike) — bruto Pro-forma	11,8	15,1	25,9	35,2	45,8	58,2	71,6	85,9	100,0	44,2%	23,2%
— Eksterni prihodi (tržište)	7,3	9,6	16,4	20,2	26,1	32,9	40,1	47,7	55,0	40,8%	22,1%
— Interni prihodi (Matica)	4,5	5,5	9,5	15,0	19,7	25,3	31,5	38,2	45,0	49,4%	24,6%
— Udjel internih (%)	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5		
Rast prihoda Zdravstva (%)		0,3	0,7	0,4	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2		
Stanice za tehnički pregled (STP)	10,5	11,0	12,1	13,8	15,1	16,3	17,3	18,2	18,9	9,3%	6,6%
Rast prihoda STP (%)		0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0		
Mirovinski fondovi	2,1	7,4	7,8	8,9	10,0	11,0	12,0	13,0	13,9	63,1%	9,2%
Rast prihoda Mirovinskih (%)		2,6	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1		
Matica ostalo (neosigurateljno)	8,8	3,1	4,3	2,9	3,0	3,1	3,2	3,3	3,4	-30,8%	3,0%
Rast prihoda Matica ostalo (%)		(0,7)	0,4	(0,3)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
<b>UKUPNO PRIHODI (bruto)</b>	<b>33,2</b>	<b>36,6</b>	<b>50,1</b>	<b>60,9</b>	<b>74,0</b>	<b>88,6</b>	<b>104,1</b>	<b>120,3</b>	<b>136,2</b>	<b>22,4%</b>	<b>17,5%</b>
(-) Eliminacija internog transfera Zdravstvo	(4,5)	(5,5)	(9,5)	(15,0)	(19,7)	(25,3)	(31,5)	(38,2)	(45,0)		
<b>UKUPNO PRIHODI (konsolidirano, za Neživot)</b>	<b>28,7</b>	<b>31,1</b>	<b>40,6</b>	<b>45,9</b>	<b>54,2</b>	<b>63,3</b>	<b>72,6</b>	<b>82,1</b>	<b>91,2</b>	<b>16,9%</b>	<b>14,7%</b>

## MSFI 10 PRAVILO KONSOLIDACIJE

*"Stanja i transakcije među članicama Grupe te svi nerealizirani dobiti i gubici proizašli iz takvih transakcija u potpunosti se ELIMINIRAJU pri konsolidaciji."*

### TROŠKOVI

*ostaju 100% netaknuti*

Plaće liječnika, materijal, amortizacija MR/CT, najam zgrada, energija, oprema...

→ U konsolidaciji: 100% u 'Ostalim poslovnim rashodima' (Bilj. 10)

### PRIHODI

*interni se brišu u cijelosti*

Eksterni prihodi (vanjski pacijenti, sistematični pregledi) — preživljavaju → AOP 039 RDG

*Interni (Matica → Poliklinika): potpuno eliminirano na razini Grupe*

### ⚠ ZAKLJUČAK ZA VALUACIJU

ZABRANJENO uzimati eksterne prihode kao top-line za standalone valuaciju Poliklinike — izgleda kao 'gubitaš' jer su prihodi smanjeni 38–43%.  
Ispravan top-line = Eksterni + Interni (35,2 mil EUR u 2025., projekcija 100 mil EUR u 2030.).

# Neživot Model – Ostalo poslovanje (troškovi)

Dobit od zdravstva na koncu prevagne nad drugim troškovima i ukupni EBITDA postaje pozitivan

B. RASHODI PO VRSTI TROŠKA (Bilj. 10 raspored)	2022.	2023.	2024.	2025.	2026.E	2027.E	2028.E	2029.E	2030.E	CAGR 22-25	CAGR 25-30.E
Plaće i doprinosi			(15,9)	(20,6)	(25,2)	(30,4)	(35,9)	(41,6)	(47,2)		18,0%
<i>Stopa rasta</i>					22%	21%	18%	16%	13%		
<i>Ponder rasta od zdravstva</i>					1,0	1,0	1,0	1,0	1,0		
<i>Ponder rasta od ostalog</i>					1,0	1,0	1,0	1,0	1,0		
Intelektualne usluge			(8,0)	(9,3)	(10,5)	(11,7)	(12,8)	(14,0)	(15,0)		10,2%
<i>Stopa rasta</i>					13%	12%	10%	9%	7%		
<i>Ponder rasta od zdravstva</i>					0,5	0,5	0,5	0,5	0,5		
<i>Ponder rasta od ostalog</i>					1,0	1,0	1,0	1,0	1,0		
Amortizacija			(5,7)	(6,9)	(7,6)	(8,4)	(9,1)	(9,8)	(10,4)		8,6%
<i>Stopa rasta</i>					11%	10%	8%	7%	6%		
<i>Ponder rasta od zdravstva</i>					0,4	0,4	0,4	0,4	0,4		
<i>Ponder rasta od ostalog</i>					1,0	1,0	1,0	1,0	1,0		
Troškovi usluga			(4,2)	(6,2)	(6,9)	(7,6)	(8,3)	(8,9)	(9,5)		9,0%
<i>Stopa rasta</i>					11%	10%	9%	8%	7%		
<i>Ponder rasta od zdravstva</i>					0,5	0,5	0,5	0,5	0,5		
<i>Ponder rasta od ostalog</i>					0,5	0,5	0,5	0,5	0,5		
Zakupnine			(2,5)	(3,5)	(3,9)	(4,3)	(4,7)	(5,0)	(5,4)		9,0%
<i>Stopa rasta</i>					11%	10%	9%	8%	7%		
<i>Ponder rasta od zdravstva</i>					0,5	0,5	0,5	0,5	0,5		
<i>Ponder rasta od ostalog</i>					0,5	0,5	0,5	0,5	0,5		
Promidžba (marketing)			(2,3)	(2,7)	(3,0)	(3,3)	(3,6)	(3,9)	(4,1)		9,0%
<i>Stopa rasta</i>					11%	10%	9%	8%	7%		
<i>Ponder rasta od zdravstva</i>					0,5	0,5	0,5	0,5	0,5		
<i>Ponder rasta od ostalog</i>					0,5	0,5	0,5	0,5	0,5		
Utrošeni materijal			(1,5)	(2,1)	(2,5)	(3,0)	(3,5)	(4,0)	(4,6)		17,3%
<i>Stopa rasta</i>					21%	20%	17%	15%	13%		
<i>Ponder rasta od zdravstva</i>					1,0	1,0	1,0	1,0	1,0		
<i>Ponder rasta od ostalog</i>					0,7	0,7	0,7	0,7	0,7		
Goodwill impairment (jednokratno)			(0,5)	(1,7)	–	–	–	–	–		
Ostali rashodi (rezidual)			(14,5)	(19,9)	(21,6)	(23,1)	(24,4)	(25,6)	(26,6)		5,9%
<i>Stopa rasta</i>					8%	7%	6%	5%	4%		
<i>Ponder rasta od zdravstva</i>					0,2	0,2	0,2	0,2	0,2		
<i>Ponder rasta od ostalog</i>					1,2	1,2	1,2	1,2	1,2		
UKUPNO Bilj. 10 (Σ)			(54,9)	(72,8)	(81,1)	(91,7)	(102,2)	(112,8)	(122,7)		11,0%
<i>Porast</i>				0,3	11%	13%	11%	10%	9%		
Pro forma EBITDA			-4,8	-11,9	-7,2	-3,0	1,9	7,5	13,4		

Ovdje je problem što FI ne daju troškove po profitnom centru (zdravstvo, tehnički pregledi, matica...) nego prema vrsti troška.

Zato moramo odrediti koliko rast kojeg troška ovisi o raznim biznisima.

Grupirali smo sve ostale osim zdravstva u grupu jer im načelno troškovi ne rastu značajno drugačije.

Troškovi zdravstva, naravno, rastu drugačije jer je najveći segment i najbrže raste. Tu su primjerice plaće glavni faktor.

Troškovi marketinga i intelektualnih usluga više prate opći rast biznisa nego zdravstva, i tako dalje.

# Neživot Model — Rast poliklinika

Strateška sinergija u koju CO može uložiti veliki višak sredstava koje ima

## CROATIA OSIGURANJE d.d. | M&A program za Zdravstveni segment

Financiranje rasta Poliklinika do 100 mil. EUR prihoda 2030. (akvizicije + organski rast) | EUR mil

EUR mil	2025.	2026.E	2027.E	2028.E	2029.E	2030.E	Σ 2026.-2030.
<b>I. PRETPOSTAVKE</b>							
Organski rast prihoda (%)		8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	
EV / Revenue multiple za M&A		1,30x					
Udio financiranja iz portfelja (%)		60,0%					
<b>II. DEKOMPOZICIJA PRIHODA POLIKLINIKA</b>							
Organski prihodi (postojeći biznis)	35,2	38,1	41,1	44,4	47,9	51,8	
M&A prihod kupljen u godini		12,0	15,0	11,1	–	–	38,1
Kumulativni M&A prihod (s organskim rastom)		12,0	28,0	41,3	44,6	48,2	
<b>UKUPNI PRIHODI POLIKLINIKA</b>	<b>35,2</b>	<b>50,1</b>	<b>69,1</b>	<b>85,7</b>	<b>92,6</b>	<b>100,0</b>	
<i>vs cilj iz PROFORMA (100 mil. 2030)</i>		45,8	58,2	71,6	85,9	100,0	
<i>Gap (+/-)</i>		4,2	10,9	14,2	6,7	–	
<b>III. CASH-OUT — AKVIZICIJE</b>							
M&A cash-out (akvizicije)		15,6	19,5	14,5	–	–	49,6
<b>UKUPNI STRATEŠKI OUTFLOW (M&amp;A)</b>		<b>15,6</b>	<b>19,5</b>	<b>14,5</b>	<b>–</b>	<b>–</b>	<b>49,6</b>
<b>IV. IZVORI FINANCIRANJA</b>							
Iz investicijskog portfelja		9,4	11,7	8,7	–	–	29,8
Iz retained earnings (niži payout)		6,2	7,8	5,8	–	–	19,8
<b>V. BILANČNI UČINAK</b>							
Goodwill kumulativno (EV - 1.0x Rev)	–	3,6	8,1	11,4	11,4	11,4	
Kumulativno smanjenje portfelja	–	9,4	21,1	29,8	29,8	29,8	

Uprava predviđa rast prihoda poliklinika do 100 mil. eura do 2030.

To neće biti moguće postići organskim rastom, pa smo modelirali akvizicije (koliko koštaju, koliko prinosa donose, kako se financiraju).

# Neživot Model — Ostali rashodi pružanja usluga osiguranja

Prema novim računovodstvenim standardima svi ostali troškovi osiguravajućeg društva knjiže se ovdje

CROATIA OSIGURANJE d.d.   Ostali rashodi pružanja usluga osiguranja (Bilj. 5.1)								
MSFI 17 attributable troškovi osiguranja   EUR mil   Razrada po vrsti troška + alokacija Neživot/Život								
EUR mil	2024.	2025.	2026.E	2027.E	2028.E	2029.E	2030.E	CAGR 25.-
<b>PRETPOSTAVKE</b>								
Inflacija (CPI)			4,0%	3,5%	2,5%	2,0%	2,0%	
Rast plaća (CPI + 2.0pp)			6,0%	5,5%	4,5%	4,0%	4,0%	
Rast BZP Neživota			8,5%	8,0%	7,0%	6,7%	6,3%	
Alokacija Neživot (% ukupne stavke)			96,0%	96,0%	96,0%	96,0%	96,0%	
<b>KOMPONENTE (mil. EUR)</b>								
<b>a) Varijabilni — AO doprinosi zdravstvu, provizije banaka</b>	<b>6,8</b>	<b>7,4</b>	<b>8,1</b>	<b>8,7</b>	<b>9,3</b>	<b>9,9</b>	<b>10,6</b>	7,8%
<i>Stopa rasta (driver: BZP Neživota)</i>		8,8%	8,5%	8,0%	7,0%	6,7%	6,3%	
<b>b) Troškovi osoblja — neto plaće, doprinosi, porezi</b>	<b>25,2</b>	<b>29,0</b>	<b>30,8</b>	<b>32,5</b>	<b>33,9</b>	<b>35,3</b>	<b>36,7</b>	6,9%
<i>Stopa rasta (driver: CPI + 2.0pp)</i>		15,0%	6,0%	5,5%	4,5%	4,0%	4,0%	
<b>c) Troškovi usluga — IT održavanje, intelektualne</b>	<b>18,8</b>	<b>19,3</b>	<b>20,4</b>	<b>21,5</b>	<b>22,5</b>	<b>23,4</b>	<b>24,4</b>	4,5%
<i>Stopa rasta (driver: CPI + 2.0pp)</i>		2,4%	6,0%	5,5%	4,5%	4,0%	4,0%	
<b>d) Amortizacija — nematerijalna, materijalna, IFRS 16</b>	<b>10,4</b>	<b>9,6</b>	<b>10,0</b>	<b>10,4</b>	<b>10,6</b>	<b>10,8</b>	<b>11,0</b>	0,9%
<i>Stopa rasta (driver: CPI (umjereni rast))</i>		(7,1%)	4,0%	3,5%	2,5%	2,0%	2,0%	
<b>e) Ostali operativni — energija, sponzorstva, naknade</b>	<b>16,8</b>	<b>17,9</b>	<b>18,9</b>	<b>20,0</b>	<b>20,9</b>	<b>21,7</b>	<b>22,6</b>	5,3%
<i>Stopa rasta (driver: CPI + 2.0pp — energija, sponzorstva)</i>		6,4%	6,0%	5,5%	4,5%	4,0%	4,0%	
<b>UKUPNO Bilješka 5.1</b>	<b>78,0</b>	<b>83,2</b>	<b>88,2</b>	<b>93,0</b>	<b>97,2</b>	<b>101,2</b>	<b>105,2</b>	<b>5,3%</b>
<i>YoY rast ukupne stavke</i>		6,6%	6,0%	5,5%	4,5%	4,0%	4,0%	
<b>ALOKACIJA NA SEGMENTE</b>								
<b>Neživot</b>	74,5	79,7	84,7	89,3	93,3	97,1	101,0	
<b>Život</b>	3,5	3,5	3,5	3,7	3,9	4,0	4,2	

# Neživot Model — Reosiguranje

Reosiguranje je temeljna obrana od velikih udara u katastrofama, ali je skupo

## CROATIA OSIGURANJE d.d. | Reosiguranje — mehanika i projekcija

Razina Grupe (konsolidirano) | MSFI 17 | EUR mil

EUR mil	2022.	2023.	2024.	2025.	2026.E	2027.E	2028.E	2029.E	2030.E
<b>A. Prihodi od ugovora o osiguranju (Grupa)</b>									
<b>Prihodi od ugovora o osiguranju (top line)</b>	428,6	476,4	540,8	606,8	655,1	706,4	754,6	804,4	854,6
<b>B. Mehanika reosiguranja</b>									
<b>Rashodi (ustupljena premija reosigurateljima)</b>	(47,9)	(62,2)	(67,8)	(84,4)	(88,4)	(96,8)	(104,1)	(111,8)	(119,7)
<i>Stopa ustupanja (% prihoda)</i>	11,2%	13,1%	12,5%	13,9%	13,5%	13,7%	13,8%	13,9%	14,0%
<b>Prihodi (naplaćene štete i provizije od reosiguratelja)</b>	34,5	53,7	53,2	61,6	66,3	72,6	78,1	83,9	89,7
<i>% prihoda</i>	8,0%	11,3%	9,8%	10,2%	10,1%	10,3%	10,4%	10,4%	10,5%
<i>Stopa povrata (naplaćeno / ustupljeno)</i>	72,0%	86,3%	78,5%	73,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%
<b>NETO REZULTAT REOSIGURANJA</b>	<b>(13,4)</b>	<b>(8,5)</b>	<b>(14,6)</b>	<b>(22,8)</b>	<b>(22,1)</b>	<b>(24,2)</b>	<b>(26,0)</b>	<b>(28,0)</b>	<b>(29,9)</b>
<i>% prihoda (neto trošak zaštite)</i>	(3,1%)	(1,8%)	(2,7%)	(3,8%)	(3,4%)	(3,4%)	(3,5%)	(3,5%)	(3,5%)
<b>C. Drajveri za projekciju</b>									
Stopa ustupanja (% prihoda) — klimatski rizici povećavaju cijenu					13,5%	13,7%	13,8%	13,9%	14,0%
Stopa povrata (naplaćeno / ustupljeno) — "normalna godina"					75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%
CAT event toggle (0 = normalna, 1 = katastrofalna godina)					0	0	0	0	0

# Neživot Model — P&L projekcija

Sve u mil EUR; bruto premija → rezultat → neto dobit

I. P&L — NEŽIVOTNO OSIGURANJE (mil. eura)	2022.	2023.	2024.	2025.	2026.E	2027.E	2028.E	2029.E	2030.E	CAGR 22.–25.	CAGR 25.–30.
<b>Prihodi od ugovora o osiguranju (bruto zaračunata premija)</b>	418,1	464,2	526,8	592,9	643,3	694,8	743,1	792,9	843,1	12,4%	7,3%
<i>Godišnji rast prihoda (%)</i>		11,0%	13,5%	12,6%	8,5%	8,0%	7,0%	6,7%	6,3%		
<b>Nastale štete</b>	(228,8)	(297,3)	(306,8)	(341,9)	(368,5)	(394,4)	(417,6)	(441,1)	(464,3)	14,3%	6,3%
<i>Sintetički loss ratio (% BZP)</i>	54,7%	64,0%	58,2%	57,7%	57,3%	56,8%	56,2%	55,6%	55,1%		
<b>Provizije</b>	(41,4)	(44,9)	(51,2)	(60,8)	(64,3)	(68,8)	(72,8)	(76,9)	(80,9)	13,7%	5,9%
<i>Stopa provizija (% prihoda)</i>		9,7%	9,7%	10,3%	10,0%	9,9%	9,8%	9,7%	9,6%		
<b>Ostali rashodi prodaje</b>	(47,4)	(47,8)	(55,4)	(60,8)	(66,9)	(71,6)	(75,8)	(80,1)	(84,3)	8,6%	6,7%
<i>Stopa ostalih rashoda prodaje (% prihoda)</i>		10,3%	10,5%	10,3%	10,4%	10,3%	10,2%	10,1%	10,0%		
<b>Ostali rashodi pružanja usluga (MSFI 17 pripisivi admin)</b>	(65,4)	(69,8)	(74,5)	(79,6)	(84,7)	(89,3)	(93,3)	(97,1)	(101,0)	6,8%	4,9%
<i>Stopa rashoda pružanja usluga (% prihoda)</i>		15,0%	14,1%	13,4%	13,2%	12,9%	12,6%	12,2%	12,0%		
<b>Ostali rashodi/prihodi (gubici, promjena obveza)</b>	10,1	23,3	7,3	15,2	13,7	14,7	15,8	16,7	17,6	14,8%	3,0%
<i>Stopa (% prošlogodišnjih šteta, proxy za opening OzNŠ)</i>		10,2%	2,5%	5,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%		
<b>Ukupni rashodi od ugovora o osiguranju</b>	(372,9)	(436,4)	(480,6)	(527,9)	(570,7)	(609,3)	(643,8)	(678,5)	(712,9)	12,3%	6,2%
<i>Stopa rashoda od ugovora o osiguranju (% prihoda)</i>	89,2%	94,0%	91,2%	89,0%	88,7%	87,7%	86,6%	85,6%	84,6%		
<b>Neto rezultat reosiguranja</b>	(13,4)	(8,5)	(14,6)	(22,8)	(21,7)	(23,8)	(25,6)	(27,6)	(29,5)	19,3%	5,3%
<i>Neto rezultat reosiguranja (% prihoda)</i>	3,2%	1,8%	2,8%	3,8%	(3,4%)	(3,4%)	(3,5%)	(3,5%)	(3,5%)		
<b>Rezultat iz ugovora o osiguranju</b>	31,8	19,2	31,7	42,3	50,9	61,7	73,7	86,8	100,7	10,0%	19,0%
<i>Rast rezultata iz ugovora (%)</i>		(39,4%)	64,6%	33,4%	20,5%	21,0%	19,5%	17,9%	15,9%		
<b>Neto rezultat ulaganja</b>	35,3	43,2	44,2	58,6	62,7	68,2	70,7	72,7	76,5	18,4%	5,5%
<b>Neto fin. rashod od ugovora</b>	0,0	(4,2)	(5,4)	(5,8)	(6,1)	(6,6)	(7,1)	(7,5)	(8,0)	-761,1%	6,8%
<i>Neto fin. rashod (% prihoda, negativno)</i>	0,0%	(0,9%)	(1,0%)	(1,0%)	(1,0%)	(1,0%)	(1,0%)	(1,0%)	(1,0%)		
<b>Ostali prihodi</b>	28,5	31,0	40,6	45,5	54,2	63,3	72,6	82,1	91,2	16,8%	14,9%
<b>Ostali poslovni rashodi</b>	(42,5)	(40,3)	(56,1)	(72,9)	(81,1)	(91,7)	(102,2)	(112,8)	(122,7)	19,6%	11,0%
<b>Ostali fin. rashodi + Pridružena društva</b>	(0,3)	0,0	(0,6)	(0,5)	(0,5)	(0,5)	(0,5)	(0,5)	(0,5)		
<b>Dobit prije poreza</b>	52,8	49,0	54,3	67,3	80,2	94,4	107,2	120,9	137,1	8,4%	15,3%
<i>Promjena</i>		(7,2%)	10,7%	24,0%	19,2%	17,7%	13,5%	12,8%	13,4%		
<b>Porez na dobit</b>	(8,6)	(7,5)	(6,2)	(10,8)	(12,8)	(15,1)	(17,2)	(19,3)	(21,9)		
<b>Neto dobit (Neživot)</b>	44,2	41,5	48,1	56,5	67,4	79,3	90,1	101,6	115,2	8,5%	15,3%
<i>Rast neto dobiti (%)</i>		(6,2%)	15,9%	17,6%	19,2%	17,7%	13,5%	12,8%	13,4%		

---

DIO 6

# Projekcije život

*Manji dio biznisa koji se održava*

# Život Model — P&L projekcija

Manji segment, ali stabilan; profil ovisi o oslobodjenju ugovorne marže

## CROATIA OSIGURANJE d.d. | Život Model — Ugovorna marža (MSFI 17 GMM+VFA)

P&L Život + kretanje CSM/RA + bilančni kontekst | EUR mil | 2022.–2030.

EUR mil	2022.	2023.	2024.	2025.	2026.E	2027.E	2028.E	2029.E	2030.E	CAGR 25.–30.
<b>I. P&amp;L — ŽIVOTNO OSIGURANJE</b>										
<b>Prihodi od ugovora o osiguranju</b>	10,5	12,2	14,0	13,9	11,7	11,6	11,5	11,5	11,5	<b>-3,6%</b>
Oslobodjenje ugovorne marže (UgM)			4,1	5,2	3,4	3,3	3,3	3,3	3,3	
Stopa oslobodjenja ugovorne marže (% početne)			21,0%	28,2%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	
Oslobodjenje ispravka za rizik (IzVnF)			0,7	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	
Stopa oslobodjenja ispravka za rizik (% početnog IzVnF)			14,6%	15,8%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	
Očekivane štete + operativno			9,2	7,9	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5	
Stopa šteta (% prihoda)	–	–	(65,7%)	(57,1%)	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	
Nastale štete	(0,7)	(1,7)	(2,6)	(3,4)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	<b>-10,3%</b>
Stopa provizija (% prihoda)	6,8%	13,7%	18,4%	24,5%	26,5%	26,5%	26,5%	26,0%	26,0%	
Provizije	(6,7)	(2,5)	(4,2)	(4,8)	(3,1)	(3,1)	(3,0)	(3,0)	(3,0)	<b>-8,9%</b>
Stopa administrativnih (% prihoda)	63,2%	20,3%	29,8%	34,5%	30,1%	32,1%	33,8%	35,2%	36,4%	
Administrativni i ostali rashodi	(9,6)	(6,2)	(8,5)	(10,1)	(3,5)	(3,7)	(3,9)	(4,0)	(4,2)	<b>-16,1%</b>
<b>Ukupni rashodi od ugovora</b>	<b>(16,9)</b>	<b>(10,4)</b>	<b>(15,3)</b>	<b>(18,3)</b>	<b>(8,6)</b>	<b>(8,8)</b>	<b>(8,9)</b>	<b>(9,0)</b>	<b>(9,2)</b>	<b>-12,9%</b>
Neto rezultat reosiguranja	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	
<b>Rezultat iz ugovora o osiguranju</b>	<b>0,9</b>	<b>6,0</b>	<b>5,4</b>	<b>3,7</b>	<b>3,1</b>	<b>2,8</b>	<b>2,6</b>	<b>2,5</b>	<b>2,4</b>	<b>-8,8%</b>
Neto rezultat ulaganja	13,7	16,5	14,2	11,1	11,9	13,0	13,4	13,8	14,5	<b>5,5%</b>
Neto fin. rashod od ugovora	(1,5)	(2,5)	(3,8)	(4,3)	(4,5)	(4,6)	(4,7)	(4,8)	(4,9)	
Ostali poslovni rashodi (Život segment)	(0,5)	(0,5)	(0,5)	(0,5)	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,6)	
<b>Dobit prije poreza</b>	<b>12,7</b>	<b>19,6</b>	<b>15,3</b>	<b>10,1</b>	<b>10,0</b>	<b>10,6</b>	<b>10,8</b>	<b>11,0</b>	<b>11,5</b>	<b>2,5%</b>
Porez na dobit	(2,7)	(3,2)	(2,3)	(1,4)	(1,6)	(1,7)	(1,7)	(1,8)	(1,8)	
<b>Neto dobit (Život)</b>	<b>10,0</b>	<b>16,4</b>	<b>13,0</b>	<b>8,7</b>	<b>8,4</b>	<b>8,9</b>	<b>9,1</b>	<b>9,2</b>	<b>9,6</b>	

# Život Model — P&L projekcija (2)

Manji segment, ali stabilan; profil ovisi o oslobođenju ugovorne marže

CROATIA OSIGURANJE d.d.   Život Model — Ugovorna marža (MSFI 17 GMM+VFA)										
P&L Život + kretanje CSM/RA + bilančni kontekst   EUR mil   2022.–2030.										
EUR mil	2022.	2023.	2024.	2025.	2026.E	2027.E	2028.E	2029.E	2030.E	CAGR 25.–30.
<b>II. KRETANJE UGOVORNE MARŽE (CSM)</b>										
Početna ugovorna marža	20,1	19,5	18,4	17,1	15,6	15,1	14,8	14,8	15,0	
(+) Novo poslovanje	1,0	1,1	1,0	1,7	2,5	2,7	2,9	3,1	3,3	
(+) Kamatna akrecija	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	
(-) Oslobođenje u račun dobiti i gubitka	–	–	(4,1)	(5,2)	(3,4)	(3,3)	(3,3)	(3,3)	(3,3)	
<b>Krajnja ugovorna marža</b>	<b>21,6</b>	<b>21,1</b>	<b>15,8</b>	<b>14,0</b>	<b>15,1</b>	<b>14,8</b>	<b>14,8</b>	<b>15,0</b>	<b>15,4</b>	<b>1,9%</b>
<b>III. KRETANJE ISPRAVKA ZA RIZIK (RA)</b>										
Početni ispravak za rizik				4,8	4,7	4,5	4,4	4,3	4,4	
(+) Novi IzVnF iz novog poslovanja				0,6	0,6	0,7	0,7	0,8	0,8	
(-) Oslobođenje u račun dobiti i gubitka				(0,8)	(0,8)	(0,8)	(0,7)	(0,7)	(0,7)	
<b>Krajnji ispravak za rizik</b>				<b>4,6</b>	<b>4,5</b>	<b>4,4</b>	<b>4,3</b>	<b>4,4</b>	<b>4,4</b>	<b>-0,8%</b>
<b>IV. BILANČNI KONTEKST ŽIVOT SEGMENTA</b>										
<b>Imovina pod upravljanjem (ulaganja)</b>		501,5	492,4	448,3	443,8	441,6	443,8	450,4	461,7	<b>0,6%</b>
Rast imovine pod upravljanjem (%)					(1,0%)	(0,5%)	0,5%	1,5%	2,5%	
— Financijska imovina (dionički, dužnički, fondovi)		501,3	492,2	445,6	440,9	438,7	440,8	447,4	458,7	
— Ulaganja u nekretnine		0,2	0,2	2,7	2,9	2,9	3,0	3,0	3,1	
Obveze iz ugovora o osiguranju (rezervoar obveza)		420,3	402,5	356,5	356,5	356,5	356,5	356,5	356,5	
— Opći model (obveza za preostalo pokriće)		385,1	378,1	344,0	329,0	327,0	325,0	323,0	322,0	
— Varijabilna naknada (VFA)		35,2	24,4	12,5	15,0	17,0	19,0	21,0	22,0	
— Obveza za nastale štete		11,5	12,6	11,9	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5	
Kapital Život segmenta (razlika)		81,2	89,9	91,8	98,1	104,8	111,1	116,2	121,0	
<b>IZVEDENE METRIKE (za sanity check i analitiku)</b>										
Implicirani yield na portfelj (% Imovine pod upravljanjem)		3,3%	2,9%	2,5%	2,7%	2,9%	3,0%	3,1%	3,1%	
Otpuštanje diskonta (% Rezervoara obveza)		0,6%	0,9%	1,2%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,4%	
UgM / Rezervoar obveza (%)				0,5%	0,7%	0,8%	0,8%	0,9%	0,9%	
RoE Život segmenta (Neto dobit / Kapital)		20,2%	14,4%	9,5%	8,5%	9,1%	8,7%	8,3%	8,3%	

---

DIO 7

# Konsolidirane projekcije

*Manji dio biznisa koji se održava*

# Konsolidirani P&L — sažetak

Spajamo Neživot + Život + ostale efekte

EUR mil	2022.	2023.	2024.	2025.	2026.E	2027.E	2028.E	2029.E	2030.E	CAGR 22.–25.	CAGR 25.–30.
<b>I. NEŽIVOTNO OSIGURANJE</b>											
Prihodi od ugovora	418,1	464,2	526,8	592,9	643,3	694,8	743,1	792,9	843,1	12,4%	7,3%
YoY rast (%)		11,0%	13,5%	12,6%	8,5%	8,0%	7,0%	6,7%	6,3%		
Rezultat iz ugovora o osiguranju	31,8	19,2	31,7	42,3	50,9	61,7	73,7	86,8	100,7	10,0%	19,0%
YoY rast (%)		(39,4%)	64,6%	33,4%	20,5%	21,0%	19,5%	17,9%	15,9%		
Dobit prije poreza	52,8	49,0	54,3	67,3	80,2	94,4	107,2	120,9	137,1	8,4%	15,3%
YoY rast (%)		(7,2%)	10,7%	24,0%	19,2%	17,7%	13,5%	12,8%	13,4%		
<b>Neto dobit</b>	<b>44,2</b>	<b>41,5</b>	<b>48,1</b>	<b>56,5</b>	<b>67,4</b>	<b>79,3</b>	<b>90,1</b>	<b>101,6</b>	<b>115,2</b>	<b>8,5%</b>	<b>15,3%</b>
YoY rast (%)		(6,2%)	15,9%	17,6%	19,2%	17,7%	13,5%	12,8%	13,4%		
<b>II. ŽIVOTNO OSIGURANJE</b>											
Prihodi od ugovora	10,5	12,2	14,0	13,9	11,7	11,6	11,5	11,5	11,5	9,6%	-3,6%
YoY rast (%)		16,4%	14,3%	(0,9%)	(15,4%)	(1,3%)	(0,6%)	(0,0%)	0,4%		
Rezultat iz ugovora o osiguranju	0,9	6,0	5,4	3,7	3,1	2,8	2,6	2,5	2,4	60,8%	-8,8%
YoY rast (%)		566,6%	(9,9%)	(30,8%)	(17,5%)	(9,1%)	(7,4%)	(4,0%)	(5,4%)		
Dobit prije poreza	16,7	20,2	15,4	10,3	10,0	10,6	10,8	11,0	11,5	-14,9%	2,1%
YoY rast (%)		20,5%	(23,8%)	(32,8%)	(3,5%)	6,6%	1,5%	1,7%	4,4%		
<b>Neto dobit</b>	<b>14,0</b>	<b>17,0</b>	<b>13,0</b>	<b>8,9</b>	<b>8,4</b>	<b>8,9</b>	<b>9,1</b>	<b>9,2</b>	<b>9,6</b>	<b>-14,0%</b>	<b>1,5%</b>
YoY rast (%)		20,8%	(23,3%)	(31,4%)	(6,3%)	6,6%	1,5%	1,7%	4,4%		
<b>III. KONSOLIDIRANO</b>											
<b>Ukupni prihodi od ugovora</b>	<b>428,6</b>	<b>476,4</b>	<b>540,8</b>	<b>606,8</b>	<b>655,1</b>	<b>706,4</b>	<b>754,6</b>	<b>804,4</b>	<b>854,6</b>	<b>12,3%</b>	<b>7,1%</b>
YoY rast (%)		11,2%	13,5%	12,2%	8,0%	7,8%	6,8%	6,6%	6,2%		
<b>Ukupni rezultat iz ugovora o osiguranju</b>	<b>32,7</b>	<b>25,3</b>	<b>37,1</b>	<b>46,0</b>	<b>54,0</b>	<b>64,5</b>	<b>76,3</b>	<b>89,3</b>	<b>103,0</b>	<b>12,1%</b>	<b>17,5%</b>
YoY rast (%)		(22,7%)	46,9%	24,1%	17,4%	19,3%	18,3%	17,1%	15,3%		
<b>Ukupna dobit prije poreza</b>	<b>69,5</b>	<b>69,2</b>	<b>69,6</b>	<b>77,6</b>	<b>90,2</b>	<b>105,1</b>	<b>118,0</b>	<b>131,9</b>	<b>148,6</b>	<b>3,7%</b>	<b>13,9%</b>
YoY rast (%)		(0,5%)	0,7%	11,5%	16,2%	16,5%	12,3%	11,7%	12,7%		
<b>Ukupna neto dobit</b>	<b>58,3</b>	<b>58,5</b>	<b>61,1</b>	<b>65,5</b>	<b>75,7</b>	<b>88,3</b>	<b>99,1</b>	<b>110,8</b>	<b>124,8</b>	<b>3,9%</b>	<b>13,8%</b>
YoY rast (%)		0,3%	4,5%	7,2%	15,7%	16,5%	12,3%	11,7%	12,7%		

# Konsolidirani P&L — sažetak (2)

Spajamo Neživot + Život + ostale efekte

EUR mil	2022.	2023.	2024.	2025.	2026.E	2027.E	2028.E	2029.E	2030.E	CAGR 22.-25.	CAGR 25.-30.
<b>IV. BILANCA — Ključne stavke</b>											
<b>Ukupna aktiva</b>	1.703,9	1.786,5	1.796,4	1.987,6	2.187,5	2.311,0	2.428,8	2.557,6	2.686,9	<b>5,3%</b>	<b>6,2%</b>
<i>YoY rast (%)</i>		4,8%	0,6%	10,6%	10,1%	5,6%	5,1%	5,3%	5,1%		
<i>Ostala aktiva (bez ulaganja)</i>	389,4	297,3	297,6	328,3	344,7	361,9	380,0	399,0	419,0	<b>-5,5%</b>	<b>5,0%</b>
<i>YoY rast (%)</i>		(23,7%)	0,1%	10,3%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%		
<b>Ulaganja</b>	1.314,5	1.489,2	1.498,8	1.659,3	1.842,8	1.949,1	2.048,8	2.158,6	2.267,9	<b>8,1%</b>	<b>6,4%</b>
<i>Rast ulaganja / Rast BZP (%)</i>		120,5%	4,8%	85,3%	130,1%	72,1%	73,6%	80,0%	80,0%		
<b>Sava Re (tržišna vrijednost)</b>				226,1	335,1	368,6	405,5	446,1	490,7		<b>16,8%</b>
<i>Porast godišnje vrijednosti, osnova 22.4.2026.</i>					109,0	33,5	36,9	40,6	44,6		
<i>Porast godišnje vrijednosti (%) nakon dividende</i>					10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%		
<b>Ulaganja (bez Sava Re)</b>				1.433,2							<b>-100,0%</b>
<b>V. KONSOLIDIRANI OMJERI</b>											
<b>Povrat na kapital (ROE)</b>	8,2%	7,9%	8,0%	8,0%	9,9%	10,2%	10,7%	11,0%	11,3%		
Povrat na aktivu (ROA)	3,4%	3,3%	3,4%	3,5%	4,3%	4,3%	4,4%	4,5%	4,7%		
<b>Financijska poluga (Aktiva/Kapital)</b>	2,39x	2,34x	2,37x	2,28x	2,36x	2,40x	2,42x	2,43x	2,42x		
Rast prihoda (godišnje)		11,2%	13,5%	12,2%	11,8%	9,9%	8,9%	7,9%	6,9%		
Rast neto dobiti (godišnje)		0,3%	4,5%	7,2%	35,3%	9,5%	11,4%	9,0%	9,6%		
<b>Neto marža (Neto dobit / Prihodi)</b>	13,6%	12,3%	11,3%	10,8%	13,1%	13,0%	13,3%	13,5%	13,8%		

Jedini dio za koji bi se moglo argumentirati da je možda previše optimističan je porast vrijednosti dionice Sava Re od 10% godišnje uz dividendu od 4,5%.

No, recimo da je to tijekom 5 godina oko 2% godišnje 'optimizma', ukupno 10% - učinak čega možete vidjeti na idućim slajdovima.

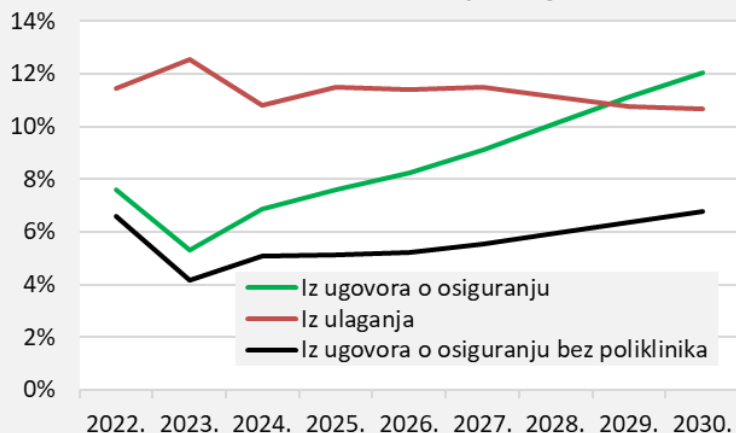
No, postoje snažni argumenti da je i dionica Sava Re podcijenjena, pa je to samo 10% catch-upa na fer vrijednost.

# Konsolidirani P&L — sanity check

Projekcije prolaze sanity check i pokazuje se da nisu preagresivne

## Croatia osiguranje

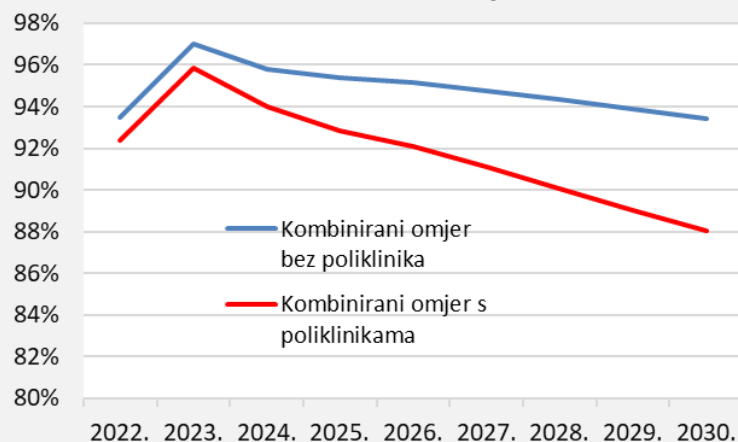
Rezultati kao % od premija



Izvor: Croatia osiguranje GI; projekcije NB

## Croatia osiguranje

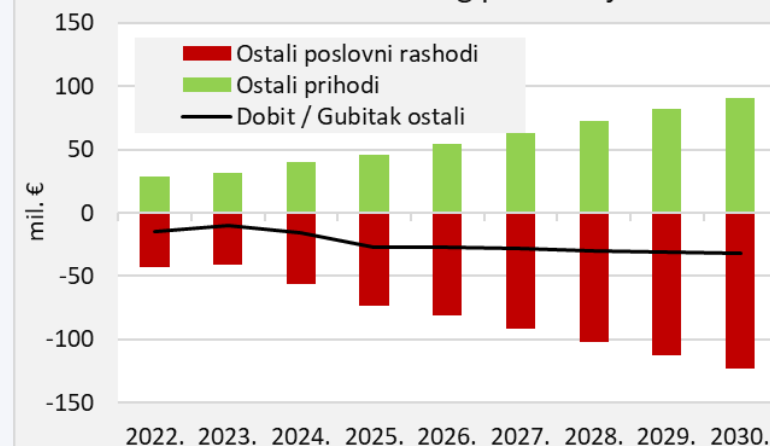
Kombinirani omjer



Izvor: Croatia osiguranje GI; projekcije NB

## Croatia osiguranje

Rezultat iz ostalog poslovanja



Izvor: Croatia osiguranje GI; projekcije NB

U svrhu sanity checka trebamo na gornja prva dva grafikona pogledati poslovanje iz ugovora o osiguranju i kombinirani omjer bez poliklinika. Kao što vidimo, rezultat kao postotak premije ne raste previše agresivno, niti kombinirani omjer bez poliklinika pada previše agresivno.

Značajan napredak ova dva parametra kad se gleda konsolidirano s poliklinikama je značajno bolji jer se troškovi alociraju u poliklinike, pa 'ostalo poslovanje' izgleda negativno, što je u stvari računovodstvena iluzija. Ipak, sveukupne sinergije su velike!

Ujedno, vidimo da nismo Ostalo poslovanje modelirali optimistično.

---

DIO 8

# SOTP Valuacija

*Sum-of-the-parts: Neživot + Život + OSD portfelj*

# Trošak kapitala (ke) i terminalna stopa

Diskontna stopa za dobit i perpetuitet

$$K_e = RFR + \beta \times ERP$$

$$RFR (2026.E) = 3,3\% \cdot \beta = 0,95 \cdot ERP = 6,5\% \rightarrow K_e 2026.E = 9,4\%$$

Risk-Free Rate (RFR)

**3,3% → 2,5%**

*EUR 10Y benchmark*

Equity Risk Premium

**6,5%**

Beta

**0,95**

*defanzivni kompozit*

Cost of Equity (Ke)

**9,43% → 8,7%**

*blago opada s padom RFR*

## TERMINAL GROWTH 3,5%

Važna pretpostavka valuacije. Otklanjamo se od u Hrvatskoj čestog (i vrlo netočnog) pretpostavljanja 2-2,5% jer su sve valuacije u nominalnim terminima a samo realni rast BDP od 2% i inflacija od 2% proizvode nominalni rast od oko 4%.

To znači da ako je kompanija samo prosječno uspješna u grani koja raste kao BDP, treba očekivati rast od 4%. Ako pretpostavite da je terminalni rast nominalnih 2%-2,5% i date 'buy' preporuku u biti ne znate što radite jer dajete preporuku za kupnju kompanije za koju pretpostavljate ili da je jako loša ili da je u industriji koja kopni.

**U tom smislu je i 3,5% malo, ali napravimo ovu valuaciju konzervativnom.**

# SOTP — Metodologija valuacije

Kapitalizacija dobiti + 'višak' portfelja

DIO A

## NEŽIVOT

*Diskontirana neto dobit*

$$\sum NI_t / (1+Ke)^t + TV$$

- NI 2026E–2030E + Terminal
- Ke = 9,9% → 9,1%
- g = 3,5%
- Vrijednost: 1.716 mil EUR

DIO B

## ŽIVOT

*Diskontirana neto dobit*

$$\sum NI_t / (1+Ke)^t + TV$$

- Ista formula kao Neživot
- Manji segment (~10x manji)
- Stabilan kroz period
- Vrijednost: 149 mil EUR

DIO C

## OSD PORTFELJ

*Kapitalizirana dividenda*

$$D / (Ke - g)$$

- FVOCI dionice (Sava Re)
- Dividende ulaze u P&L
- Kapitalizacija perpetuiteta
- Vrijednost: 188 mil EUR

$$\text{EQUITY VALUE} = 1.716 + 149 + 188 = 2.053 \text{ mil EUR}$$

# Vrijednost osiguravateljskog biznisa — diskontirana neto dobit

Prikladnije i jednostavnije neto FCFE

EUR mil	2022.	2023.	2024.	2025.	2026.E	2027.E	2028.E	2029.E	2030.E
<b>A. Neživotno osiguranje — diskontirana neto dobit</b>									
Neto dobit — Neživot	44,2	41,5	48,1	56,5	67,4	79,3	90,1	101,6	115,2
YoY rast (%)		(6,2%)	15,9%	17,6%	19,2%	17,7%	13,5%	12,8%	13,4%
Diskontni faktor $(1/(1+ke)^t)$					0,91x	0,84x	0,77x	0,72x	0,66x
PV neto dobiti					61,6	66,6	69,8	72,8	76,0
Terminalna vrijednost = $NI(2030) \times (1+g)/(ke-g)$					2.303,7				
PV terminalne vrijednosti					1.519,8				
<b>Σ PV neto dobiti (2026E–2030E)</b>					346,7				
<b>Vrijednost Neživot (PV NI + PV TV)</b>					<b>1.866,5</b>				
<b>B. Životno osiguranje — diskontirana neto dobit</b>									
Neto dobit — Život	10,0	16,4	13,0	8,7	8,4	8,9	9,1	9,2	9,6
YoY rast (%)		64,3%	(20,9%)	(32,6%)	(4,2%)	6,6%	1,5%	1,7%	4,4%
Diskontni faktor					0,91x	0,84x	0,77x	0,72x	0,66x
PV neto dobiti					7,6	7,5	7,0	6,6	6,3
Terminalna vrijednost = $NI(2030) \times (1+g)/(ke-g)$					192,4				
PV terminalne vrijednosti					127,0				
<b>Σ PV neto dobiti (2026E–2030E)</b>					35,1				
<b>Vrijednost Život (PV NI + PV TV)</b>					<b>162,1</b>				

# Vrijednost 'viška' u FVOCI portfelju

Prikladnije i jednostavnije neto FCFE

## CROATIA OSIGURANJE d.d. | Valuacija OSD portfelja

Razdvajanje FVOCI portfelja po kategorijama i metodologija vrednovanja | EUR mil

### A. Stanje 2025. — knjigovodstvena vrijednost FVOCI portfelja

<b>Dionice FVOCI (vlasnički) — ukupno</b>	399,4
<i>Stanje 31.12.2025.</i>	314,4
<i>Porast do 23.04.2026.</i>	85,0

### B. Razdvajanje dioničkog FVOCI portfelja (314,39 mil.)

Sava Re (strateški udjel: 3.296.436 dionica = 19,1%)	311,1
Ostale dionice FVOCI (hrvatske/regionalne)	88,3

### C. Dividende iz FVOCI portfelja (2025.)

<b>Ukupne dividende u P&amp;L-u (2025.)</b>	14,0
— od FVOCI dionica	13,3

### D. Kapitalizirana vrijednost dividende FVOCI dionica

Godišnja dividenda FVOCI	13,3
Zahtijevana stopa povrata (ke)	10,0%
Terminalna stopa rasta (g)	3,5%
<b>Kapitalizirana vrijednost = <math>D / (ke - g)</math></b>	<b>211,8</b>

**OSD KAPITAL ZA SOTP** 187,6

## ZAŠTO 188, A NE 400?

FVOCI portfelj u knjigama: oko 400 mil EUR.

Neto vrijednost uzima u obzir da:

- Imamo tu vrijednost u portfelju
- Ali već u P&L valuaciji imamo dividende kao dio prihoda
- Ako kapitaliziramo te dividende i odbijemo od trenutne vrijednosti izbjegavamo dvostruko brojanje

# Ukupna SOTP vrijednost

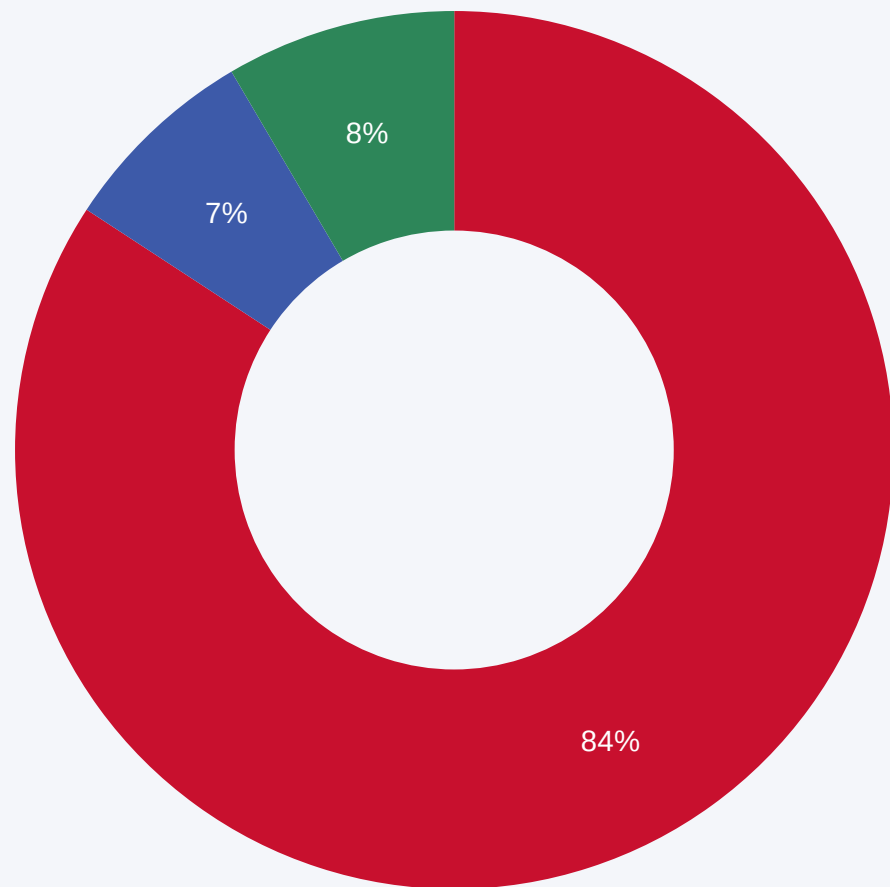
Prikladnije i jednostavnije neto FCFE

C. Normalizirani OSD (FVOCI kapital, isključujući obveznice)	
OSD kapital umanjen za kapitalizaciju dividendi (Sava Re + FVOCI portfelj)	187,6
D. SOTP sažetak valuacije	
Vrijednost Neživot	1.866,5
Vrijednost Život	162,1
OSD kapital umanjen za kapitalizaciju dividendi	187,6
<b>UKUPNA VRIJEDNOST KAPITALA</b>	<b>2.216,2</b>
Knjigovodstvena vrijednost kapitala (2025) — refi	870,3
Implied P/B (x)	2,55x
Premija / (diskont) na BV	154,7%
E. Valuacija po dionici	
Redovne dionice (CROS-R-A)	420.947
Povlaštene dionice (CROS-P-A)	8.750
<b>Ukupno dionica u izdanju</b>	<b>429.697</b>
Vlastite dionice	–
<b>Dionice u optjecaju (za valuaciju)</b>	<b>429.697</b>
Nominalna vrijednost (EUR)	186,00
<b>CILJANA CIJENA (EUR)</b>	<b>5.157</b>
Trenutna tržišna cijena (EUR)	2.900
Upside / (downside)	77,8%

# Sažetak valuacije — SOTP

Equity Value 2.053 mil EUR | Fer cijena 4.777 EUR po dionici

Razdioba Equity Value (mil EUR)



■ Neživot 1.716 mil EUR ■ Život 149 mil EUR ■ OSD 188 mil EUR

Vrijednost Neživot	1.866,5 mil EUR	84%
Vrijednost Život	162,1 mil EUR	7%
Dodatna vrijednost OSD (FVOCI) portfelja	187,6 mil EUR	8%
<b>EQUITY VALUE</b>	<b>2.216,2 mil EUR</b>	<b>100%</b>

Knjig. vrijednost kapitala (2025.): **870,3 mil EUR**

Implied P/B (ukupno): **2,55x**

**FER VRIJEDNOST PO DIONICI**

**5.157 EUR**

# Analiza osjetljivosti na ke, terminalni rast, prinos, rast premija

Cijena po dionici (EUR) pri raznim scenarijima

**TABLICA 1 —  $\Delta$  Cost of Equity  $\times$  Terminal Growth**

Cijena po dionici (EUR) — baza: ke kao u pretpostavkama,  $g = 3.5\%$

$\Delta ke \setminus g$	2,5%	3,0%	3,25%	3,5%	3,75%	4,0%	4,5%
-1,00%	5.326	5.772	6.033	6.326	6.655	7.030	7.956
-0,50%	4.880	5.241	5.449	5.679	5.935	6.222	6.914
-0,25%	4.685	5.012	5.199	5.405	5.633	5.887	6.492
baza	4.506	4.803	4.972	<b>5.157</b>	5.362	5.588	6.121
+0,25%	4.341	4.612	4.765	4.933	5.117	5.319	5.792
+0,50%	4.188	4.436	4.576	4.728	4.894	5.076	5.499
+1,00%	3.915	4.125	4.242	4.368	4.506	4.655	4.997

**TABLICA 2 —  $\Delta$  Combined Ratio (Neživot)  $\times$  Multiplikator rasta premija**

Cijena po dionici (EUR) — baza: CR po planu, Growth  $\times 1.00$

Mult $\setminus \Delta CR$	-3,0%	-2,0%	-1,00%	0,0%	1,00%	2,0%	3,0%
+70,00%	4.675	4.402	4.128	3.854	3.581	3.307	3.034
+85,00%	5.327	5.053	4.780	4.506	4.232	3.959	3.685
+95,00%	5.761	5.487	5.214	4.940	4.667	4.393	4.120
+100,00%	5.978	5.705	5.431	<b>5.157</b>	4.884	4.610	4.337
+105,00%	6.195	5.922	5.648	5.375	5.101	4.827	4.554
+115,00%	6.630	6.356	6.083	5.809	5.535	5.262	4.988
+130,00%	7.281	7.008	6.734	6.461	6.187	5.913	5.640

**TABLICA 3 —  $\Delta$  Prinos na obveznice (MTM revalorizacija portfelja)  $\times$   $\Delta$  Cost of Equity**

Cijena po dionici (EUR) — MTM efekt:  $\Delta P \approx -duration \times \Delta y \times$  prosječni bond portfolio (duration = 4.5 god.)

$\Delta ke \setminus \Delta Yield$	-2,0%	-1,0%	-0,50%	0,0%	0,50%	1,0%	2,0%
-1,00%	6.505	6.415	6.371	6.326	6.281	6.236	6.147
-0,50%	5.858	5.769	5.724	5.679	5.634	5.589	5.500
-0,25%	5.584	5.495	5.450	5.405	5.360	5.315	5.226
baza	5.337	5.247	5.202	<b>5.157</b>	5.113	5.068	4.978
+0,25%	5.112	5.022	4.978	4.933	4.888	4.843	4.754
+0,50%	4.907	4.818	4.773	4.728	4.683	4.639	4.549
+1,00%	4.548	4.458	4.413	4.368	4.324	4.279	4.189

**TABLICA 4 — Cijena dionice Sava Re  $\times$   $\Delta$  Cost of Equity**

Cijena po dionici (EUR) — baza: Sava Re 91 EUR, ke kao u Assumptions

$\Delta ke \setminus$ Cijena Sava Re (EUR)	61	71	81	91	101	111	121
-1,00%	6.096	6.172	6.249	6.326	6.403	6.479	6.556
-0,50%	5.449	5.526	5.602	5.679	5.756	5.832	5.909
-0,25%	5.175	5.252	5.328	5.405	5.482	5.558	5.635
baza	4.927	5.004	5.081	<b>5.157</b>	5.234	5.311	5.388
+0,25%	4.703	4.779	4.856	4.933	5.010	5.086	5.163
+0,50%	4.498	4.575	4.651	4.728	4.805	4.882	4.958
+1,00%	4.138	4.215	4.292	4.368	4.445	4.522	4.599

# Rizici i potencijali — što može pokvariti težu

Bilateralna analiza: bull i bear scenariji

## BULL — POTENCIJALI

### Sava Re nastavlja rasti (što je očekivano)

BVB cijena nadmašuje očekivanja. +20% rast → +50 mil EUR vrijednost CO udjela.

### Polikl. profitabilna ranije

Ako break-even u 2027. (ne 2028.) — gubitak 'ostalo' nestaje brže.

### Kombinirani omjer < 90%

Postupna sinergija polikl. + automacija → CR < 90% prije 2030.

### Niži Ke (ciklus ECB)

Ako ECB rate nadmaši očekivanja, Ke padne na 8-8,5% → vrijednost +20%.

### LAQO break-even 2026/27

Trenutno najveći gubaš u Grupi. Postiže profitabilnost → +5-7 mil EUR/god dobiti.

## BEAR — RIZICI

### Klimatski megaevent

Veliki potres/poplava može pojesti godišnju dobit. Reosiguranje ograničava rizik, ali ne eliminira.

### LAQO ne uspije

Tehnički neuspjeh ili regulatorni problem → zatvaranje brenda — write-off i gubitak rasta.

### Sava Re pad 30-40%

Strateški rizik: BVB tržišne fluktuacije. Ali OSD je 'opcijski' bonus — ne ugrožava operativni biznis.

### Loss ratio raste

Inflacija šteta veća od premija. Postoji u svim tržištima 2024.-2025.

### M&A neuspjeh poliklinika

Akvizicije se ne integriraju, goodwill impairment kao u 2024.-2025. (Marin Med, Medros) → ~3-5 mil/god.

# Disclaimer

Croatia osiguranje d.d. — intrinzična procjena

Ova prezentacija je isključivo u edukativne svrhe i ne predstavlja investicijski savjet, preporuku za kupnju, prodaju ili držanje vrijednosnih papira. Analiza se temelji na javnim izvještajima Croatia osiguranja d.d. (IFRS 17, 2022.-2025.) te pretpostavkama autora. Projicirani financijski pokazatelji i procjena fer vrijednosti podložni su značajnoj neizvjesnosti. Sigurno ima grešaka.

*Autor Nenad Bakić, CFA, ima dionice CROS-R-A. **Investitori bi trebali provesti vlastitu analizu i konzultirati profesionalnog savjetnika prije donošenja investicijskih odluka.***