

**IZVJEŠĆE O OBAVLJENOJ
REVIZIJI UGOVORA O PRIPAJANJU DRUŠTVA**

HOTEL BONAVIA d.d. Rijeka društvu

PLAVA LAGUNA d.d. Poreč



IZVJEŠĆE

O OBAVLJENOJ REVIZIJI PRIPAJANJA DRUŠTVA

HOTEL BONAVIA dioničko društvo, sa sjedištem u Rijeci, Dolac 4, Republika Hrvatska, upisano kod Trgovačkog suda u Rijeci, MBS 04000036, (dalje: HOTEL BONAVIA d.d.),

društvu

PLAVA LAGUNA dioničko društvo za ugostiteljstvo i turizam, sa sjedištem u Poreču, Rade Končara 12, Republika Hrvatska, upisano kod Trgovačkog suda u Rijeci – stalna služba u Pazinu, MBS 040020834, (dalje: PLAVA LAGUNA d.d.)

PRAVNI TEMELJ

1. Rješenjem Trgovačkog suda u Rijeci, Posl. br. 9-R1-106/12-2 od 2. srpnja 2012. godine, a na prijedlog društava koja ugovaraju pripajanje («društva u pripajanju»), revizorom pripajanja društava imenovano je društvo PricewaterhouseCoopers d.o.o Zagreb.
2. Uprave pripojenih društava sklopile su, u skladu s odredbama čl. 512. i 513. Zakona o trgovačkim društvima Ugovor o pripajanju, nacrt kojeg nam je dostavljen dana 24.9.2012. godine.

Ugovorom o pripajanju utvrđen je omjer zamjene dionica društava u pripajanju. Uprave su utvrdile omjer zamjene dionica temeljen na standardnoj metodi procjene tj. metodi diskontiranih budućih novčanih tijekova (DNT metoda).

3. U skladu s odredbama čl. 515. Zakona o trgovačkim društvima odgovornost Pricewaterhousecoopers d.o.o, kao imenovanog revizora pripajanja je pregledati Ugovor o pripajanju, te izraziti mišljenje o tome je li primjeren omjer zamjene dionica na osnovu kojih će dioničari društava koja se pripaja postati vlasnici dionica društva preuzimatelja.

*PricewaterhouseCoopers d.o.o., Alexandra von Humboldta 4, 10000 Zagreb, Hrvatska
T: +385 (1) 6328 888, F: +385 (1) 6111 556, www.pwc.com/hr*

Trgovački sud u Zagrebu, broj Tt-99/7257-2, MBS: 080238978; OIB: 81744835353; Temeljni kapital: HRK 1,810,000.00, uplaćen u cijelosti; Uprava: F. Mattelaer, Predsjednik, I. Bijelić, član; Žiro-račun: Raiffeisenbank Austria d.d., Petrinjska 59, Zagreb, žiro-račun br.: 2484008-1105514875.

Pri tome, naša je odgovornost izraditi izvješće u kojem se navodi:

- kojim je metodama određen omjer zamjene dionica,
- razlozi iz kojih je odabrana metoda zamjene dionica primjerena, te
- do kojeg bi se omjera zamjene dionica došlo primjenom različitih metoda, ako su primijenjene, te koji je značaj pojedinih metoda za utvrđivanje predloženog omjera zamjene i vrijednosti na kojoj ona počiva, kao i posebne teškoće koje su se pojavile pri procjeni društava.

UTVRĐIVANJE METODE ZA OMJER ZAMJENE DIONICA

4. U pripajanju sudjeluju sljedeća društva: Hotel Bonavia d.d. (pripojeno društvo) i Plava laguna d.d. (društvo preuzimatelj), a temeljem Ugovora o pripajanju. Odabir metode za omjer zamjene dionica koju su uprave društava koristile, provjerava se osim za društva iz ugovora, i u kontekstu djelatnosti kojom se ta društva bave, kao i tržišnih uvjeta koji se manifestiraju i prepoznaju sada.

Prema Članku 14. (četnaest) ovog Ugovora o pripajanju, društva su ugovorila da se omjer zamjene dionica odredi sukladno vrijednostima dobivenim iz procjene po metodi diskontiranih novčanih tijekova, na način da se vlastite dionice isključe iz utvrđivanja procjene vrijednosti po dionici.

5. U vlastitim analizama i prosudbama, društva su se koristila temeljnom metodom procjene u određivanju vrijednosti kapitala svakog od društava koje se pripaja, a u svrhu određivanja omjera zamjene dionica, i to:
 - Metodom diskontiranih novčanih tijekova (DNT metoda) procijenjeni su budući neto priljevi i odljevi novčanih sredstava, koji se diskontiranjem iskazuju u sadašnjoj vrijednosti (Članak 14. Ugovora).

Društva u pripajanju su tražila i alternativne metode vrednovanja radi pronalaska najprihvatljivijeg omjera zamjene dionica. Tako su analizirali računovodstvenu metodu, te su pokušali koristiti metodu multiplikatora. Međutim, na početku vrednovanja obostrano su našli dovoljno razloga da se od navedenih metoda odustane.

6. Revizor je ispitao i primjenjivost drugih alternativnih metoda, te je došao do zaključka da:
 - Za komparativnu metodu nemamo pouzdanih usporedivih podataka u tuzemstvu osim izvještajnih tj. računovodstvenih. Međutim, i na prvi je pogled razvidno da društva iz iste industrije primjenjuju različite metode vrednovanja i različito izvještajno računovodstvo jer se uglavnom radi o podređenim društvima inozemnih investitora sa različitih dijelova svijeta. U inozemstvu također nije moguće dobiti podatke o vrednovanju već samo izvještajne

podatke koji se također odlikuju velikim razlikama u vrednovanju ulaganja i rezultata.

- Metodom knjigovodstvene vrijednosti procijenjena je vrijednost društava na osnovu individualiziranih knjigovodstvenih vrijednosti ukupnog kapitala koja je prikazana u revidiranim financijskim izvještajima na dan 30. lipnja 2012. godine. Rezultat takve analize je ukazao na sustavno stvaranje gubitaka u društvu Hotel Bonavia d.d. tako da knjigovodstvena neto imovina nije imala povrata tj. dobiti u dužem nizu godina. Temeljem takvog poslovanja bilancirani kapital Hotela Bonavia d.d. ima negativan trend pa bi stoga bilo neophodno pristupiti iskazivanju likvidacijskih vrijednosti, a ne vrijednosti u takvom poslovanju.
- Metode vrednovanja koje se zasnivaju na analizi povijesnih troškova nisu korištene (povrat na kapital, povrat na sredstva). Revizor je također smatrao da nisu primjerene jer se radi o turističkoj djelatnosti u kojoj tržište nagrađuje nematerijalne elemente, za koje ne postoji trošak stjecanja, kao npr: specijalizirana turistička ponuda, opća turistička atraktivnost mjesta, izgrađena reputacija i preneseni dojmovi koji privlače nove posjete, aranžmani u okruženju, blizina prometnih, kulturnih, financijskih, sakralnih ili drugih objekata te drugi utjecaji. Nabrojani, nematerijalni elementi nisu se pokazali dovoljnima da bi društvo pozitivno poslovalo, a sam povijesni rezultat je već objašnjen u gore opisanoj knjigovodstvenoj metodi.
- Trenutna tržišna (prosječna) ili posljednja spot vrijednost nije primjerena za izračun bilo kakvog omjera zamjene dionica zbog izrazito plitkog tržišta jedne strane, te nepostojanja statistički pouzdanog raspona tržišne vrijednosti dionica na postojećem financijskom tržištu.

S obzirom na kapitalno intenzivni karakter turističke djelatnosti s jedne strane i visoku osjetljivost (elastičnost) potražnje i prihoda u ovoj djelatnosti s druge strane, pokazalo se da gospodarsko vrednovanje sadašnjeg i budućeg stanja pokrivaju dvije metode: knjigovodstvena, u kojoj nema predviđanja budućih događaja, te metoda diskontiranih novčanih tijekova koja počiva na sadašnjoj vrijednosti budućih relativno sigurnih događaja. U tom smislu DNT metoda ostaje kao jedina primjenjiva.

Prihvatajući metodu diskontiranih novčanih tijekova i kriterije zamjene dionica temeljem procjene po toj metodi, stranke su i u Ugovoru pristale na pripajanje uz priznavanje poduzetničke vrijednosti društava i dionica društava u pripajanju na toj osnovi.

Vrijednosti po knjigovodstvenoj metodi

Vrijednosti po knjigovodstvenoj metodi nisu pouzdane budući da je Hotel Bonavia d.d. tijekom 2012. godine revalorizirala dugotrajnu materijalnu imovinu s rezultatom smanjenja iste, te provodi postupak smanjenja temeljnog kapitala. U uvjetima kontinuiranih gubitaka niti ova revalorizacija ne mijenja očekivane vrijednosti za buduća razdoblja, naprotiv za omjer zamjene dionica bilo bi potrebno iskazati likvidacijske vrijednosti pa je stoga revizor odustao od daljnje obrade i iskazivanja ovih podataka.

Vrijednosti po metodi diskontiranih novčanih tijekova

| | Plava laguna d.d. | Hotel Bonavia d.d. |
|--|-------------------|--------------------|
| - u kunama | | |
| Procijenjena vrijednost | 2.140.923.727 | 1.307.705 |
| Broj redovnih dionica | 536.848 | 1.491.763 |
| Procijenjena vrijednost jedne dionice | 3.987,95 | 0,88 |
| | | |
| Omjer zamjene dionica po procijenjenoj vrijednosti (DNT metoda) | 1,00 | 0,00022066 |

RAZLOG PRIMJENE DNT METODE ZA OMJER ZAMJENE DIONICA

- U postupku odlučivanja o omjeru zamjene dionica, te kod prihvaćanja Ugovora o pripajanju, obavljen je izračun temeljem metode diskontiranih novčanih tijekova, ali i provjera mogućnosti primjene ostalih metoda. Navedene metode ispitane su od strane revizora kako bi se potvrdila primjenjivost odabrane metode, te potvrdio izračun fer omjera zamjene dionica.

Provjerom izračuna za svaku metoda za omjer zamjene dionica, ustanovili smo sljedeće:

Metoda knjigovodstvene vrijednosti

U slučaju kada postoje prihvatljive informacije s tržišta kojima se može ustanoviti trend zarade / gubitka, procjeniteljska iskustva ne oslanjaju se na knjigovodstvene vrijednosti

koje statički prikazuju vrijednost društva u trenutku i temelje se na njegovom povijesnom poslovanju.

Knjigovodstvena vrijednost značajno se razlikuje od tržišne vrijednosti, budući da ona ne uvažava buduće rezultate poduzetnika, kao i iz razloga što su knjigovodstvene vrijednosti svakog društva nužno različite zbog primjene različitih računovodstvenih politika (npr. računovodstveno vrednovanja i kapitalizacije imovine, revalorizacija imovine). Ova metoda nije prihvaćena kao pouzdano mjerilo vrijednosti društava u pripajanju.

Metoda diskontiranih novčanih tijekova

8. Budući da metode knjigovodstvene vrijednosti ima određene nedostatke, prilikom procjene primjerenija metoda za utvrđivanje omjera zamjene dionica društava koja sudjeluju u pripajanju je Metoda diskontiranih novčanih tijekova (DNT metoda).

DNT metodologija procjenjuje vrijednost društva na temelju stvarno sagledivih izvora vrijednosti, tj. generiranih budućih novčanih tijekova. Glavna prednost te metode je da ona može uključivati sve sagledive buduće promjene za društva i izgleda tržišta, cjelokupnog gospodarstva, industrije ili same ove djelatnosti, kao i specifična pitanja vezana za svako društvo.

Kod pripajanja glavnice glavnici kao kapitalne i ulagačke transakcije za ulagače postaje važna ne samo promjena strukture kapitala već i promjena sposobnosti vlasničkog paketa. Vlasnicima dionica ili ulagačima se to naročito manifestira u sposobnosti uvećavanja kapitala i u mogućnostima odlučivanja. DNT metoda sposobnost kapitala akceptira na način da ujedinjuje sve buduće vrijednosne izdatke s budućim primicima i izvorima budućih novčanih tijekova na način da obavi selekciju i dodjelu rezultata kapitalu. Dosljednom primjenom ovakvog načina procjene obuhvaćaju se svi budući novčani tijekovi, temeljem čijeg bruto iskaza se diskontiranjem tih vrijednosti do dana predviđenog u Ugovoru o pripajanju iskazuje sadašnja vrijednost.

Buduće operativne aktivnosti društava, kao što su redizajniranje ponude, renoviranje ili unapređenje smještajnih kapaciteta, prodajnih mjesta, jedinica koje generiraju novac, ili učinak upravljanja obrtnim kapitalom, imaju značajan utjecaj na vrijednost koja se traži i definira kod zamjene za druge dionice. Nije moguće ili je izrazito teško drugim metodama obuhvatiti sve čimbenike budućnosti i udovoljiti zahtjevu primjerene zamjene dionica.

DNT metodologija također ima svojih ograničenja. Budući da je temeljena na planovima i prognozi budućeg rezultata, postoji neizvjesnost hoće li rezultat biti u skladu s prognoziranim podacima. Međutim, ta neizvjesnost nije veća od neizvjesnosti vezane za druge metode. Neizvjesnost ovdje postoji zbog promjene u izgledima istovrsnih društava, a uslijed toga i zbog procjena njihove vrijednosti, međutim sa sličnim ili istim efektima za oba društva. Zbog istovrsnosti društava relativni odnos u procjeni društava će ostati samo na višoj ili nižoj numeričkoj razini.

Iz navedenih razloga, razvidno je da je DNT metoda prihvatljivija u odnosu na druge metode procjene vrijednosti budući da ona može ujediniti sve relevantne pokretačke vrijednosti koje utječu na vrijednost društva.

Osvrt na ostale metode i njihovu primjenjivost

Komparativna metoda u konkretnim uvjetima ima bitan nedostatak jer ne postoje podaci o vrednovanju koji bi se mogli komparirati. Dostupni su samo izvještajni podaci koji ne daju uvid u procijenjene vrijednosti glavnih instrumenata. Dodatno na razini objavljenih financijskih izvještaja, za usporediva društva, javlja se nedostatak zbog primjene različitih politika i standarda, i izvanrednih stavki te nepoznatih načina računovodstvenog vrednovanja podataka u tim izvještajima. Ostale dostupne informacije imaju pretežno propagandni karakter, pa su opterećene rizikom od inherentnih spekulacija.

Kod ostalih potencijalnih metoda nisu nađene prednosti nad gore već prikazanim metodama vrednovanja.

OMJERI ZAMJENE DIONICA

9. Iz razloga opisanih gore metoda diskontiranih novčanih tijekova odabrana je kao primjerenija za utvrđivanje omjera zamjene dionica. Temeljem tako usklađenih strukturnih i vrijednosnih kriterija kapitali iskazani u financijskim izvještajima društava na dan Ugovora o pripajanju spajaju se (neto imovina društva Hotel Bonavia d.d. pribraja se neto imovini Plave lagune d.d.) u iznosima iskazanim u financijskim izvještajima na dan pripajanja.
10. Koristeći i poštujući sve relevantne podatke iz revidiranih financijskih izvještaja društava na dan 30. lipnja 2012. godine, Uprave društava obavile su detaljni izračun zamjene dionica na dan 31. kolovoza 2012. godine, na temelju vrednovanja svakog društva po metodi diskontiranih novčanih tijekova kako slijedi u nastavku:

Društvo preuzimatelj će vlasnicima dionica društva Hotel Bonavia d.d. zamijeniti dionice bez nominalne vrijednosti, u omjeru 0,00022066:1 sa dionicama društva preuzimatelja, nominalne vrijednosti 1.800 kn.

Dionički kapital društva preuzimatelja, Plave lagune d.d., Poreč, nakon pripajanja ostaje nepromijenjen. Broj redovnih dionica prije pripajanja iznosio je 546.318, te se njihov broj ne uvećava, a stjecatelji dionica (dioničari Hotela Bonavia d.d.) preuzeti će trezorske dionice društva Plava laguna d.d..

ZAKLJUČAK

Provedenom revizijom Ugovora o pripajanja trgovačkog društva Hotel Bonavia d.d. društvu Plava laguna d.d., potvrđujemo sljedeće:

1. Pregledali smo Ugovor o pripajanju i Izvješće uprava o pripajanju.
2. Uvjerili smo se da je najprimjerenija metoda za određivanje omjera zamjena dionica, opće prihvaćena metoda sadašnje vrijednosti budućih novčanih tijekova, tzv metoda diskontiranih novčanih tijekova.
3. Temeljem primijenjene metode diskontiranih novčanih tijekova ispravno je utvrđen sljedeći omjer zamjene dionica:

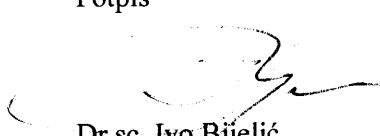
| | |
|--------------------|------------|
| Plava laguna d.d. | 1 |
| Hotel Bonavia d.d. | 0,00022066 |

4. Ugovorom o pripajanju uprave društava su utvrdile i prihvatile omjer zamjene dionica kako je gore navedeno. Revizor smatra da je u ugovoru odabrana primjerena metoda vrednovanja i primjeren omjer zamjene dionica.

PricewaterhouseCoopers d.o.o.

Zagreb, 26. rujna 2012. godine

Potpis


Dr.sc. Ivo Bijelić
Ovlašteni revizor


PricewaterhouseCoopers d.o.o.³
za reviziju i konzalting
Zagreb, Alexandera von Humboldta 4