

ZAJEDNIČKO IZVJEŠĆE UPRAVA O PRIPAJANJU

(PLAVA LAGUNA d.d. Poreč, HOTEL BONAVIA d.d. Rijeka)

Rujan, 2012.

Sadržaj:

Uvod – zakonski okvir.....	3
Opis društava koja sudjeluju u pripajanju.....	5
PLAVA LAGUNA d.d.	5
HOTEL BONAVIA d.d.	7
Pravno i gospodarsko obrazloženje Ugovora o pripajanju.....	8
Pravni aspekti i obrazloženje Ugovora o pripajanju.....	8
Gospodarski aspekti Ugovora o pripajanju.....	10
Evaluacija društava koja sudjeluju u pripajanju.....	13
Opis metodologije i korištenih metoda.....	15
PLAVA LAGUNA d.d.	16
HOTEL BONAVIA d.d.	19
Utvrđivanje omjera zamjene.....	21

Uvod

Uprave društava Plava laguna d.d. i Hotel Bonavia d.d. sastavljaju zajedničko pisano izvješće o pripajanju koje se provodi temeljem Zakona o trgovačkim društvima, te uz primjenu ostalih relevantnih pozitivnih propisa Republike Hrvatske.

Pripajanje je pokrenuto odlukom Uprava društava uz suglasnost Nadzornih odbora kojim se društvu Plava laguna d.d. kao preuzimatelju pripaja društvo Hotel Bonavia d.d. kao pripojeno društvo, koje prenosi cjelokupnu svoju imovinu i obveze na društvo preuzimatelja, pri čemu dioničari pripojenog društva postaju dioničari društva preuzimatelja.

Predmetno izvješće sastavljeno je sukladno članku 514. Zakona o trgovačkim društvima i isključivo za potrebe i svrhu reguliranu navedenim člankom. U izvješću se, pored osnovnih podataka i opisa društava koja sudjeluju u postupku pripajanja, detaljno obrazlaže pravni aspekt pripajanja kao i gospodarska opravdanost i prednosti transakcije na budući tijek poslovanja.

Nadalje, sukladno odredbama istog članka u izvješću se navode mjerila, odnosno metode koje su primijenjene u procjeni vrijednosti društava, poštujući načelo konzistentnosti, tj. naglašavajući ista mjerila odnosno varijable koje su korištene u oba društva, ukoliko su izvan djelokruga njihova utjecaja. Valja navesti da su obrazložene postavke na kojima je bazirana evaluacija, prije svega povijesni podaci, zatim procjena rezultata poslovanja za tekuću te projekcija za naredne godine uključujući pretpostavke o projekciji makroekonomskih varijabli.

Shodnim se smatra skrenuti pozornost da je djelatnost turizam kojim se bave predmetna društva izrazito osjetljiv na globalna kretanja i poremećaje što čini projekcije budućih tijekova relevantnim samo u određenim okvirima bitno nepromijenjenih eksternih činitelja u geopolitičkoj i ekonomskoj sferi kao i u sferi klimatskih elemenata.

Općenito projiciranje kretanja u budućnosti podložno je rizicima koje nije moguće u aktualnom momentu identificirati, i koji mogu utjecati da stvarni rezultati društva odstupaju od iskazanih, iako valja zaključiti da promjene u eksternim postavkama djeluju u istom smjeru na postignuća oba društva koja sudjeluju u pripajanju i stoga u manjoj mjeri utječu na možebitna odstupanja u utvrđenim omjerima zamjene dionica. U sferi internih činitelja, društva su uložila napore u identificiranju svih

značajnih utjecaja na buduće poslovne rezultate, pri čemu je polazište predstavljalo postojeći zakonodavni okvir. Promjene u prethodno spomenutom, kao i nastanak okolnosti koja društva nisu u aktualnom momentu predvidjela i procijenila može utjecati na promjene u ostvarenim novčanim tijekovima u odnosu na projicirane.

Prilikom procjene imovine oba društva nije se naišlo na posebne teškoće, obzirom da su zemljišne knjige sudova na kojima se vodi upisana imovina oba društva sređene i ažurne, uz napomenu da je kod imovine društva Plava laguna d.d. aktualna problematika turističkog zemljišta koja je u postupku rješavanja u skladu sa posebnim zakonom, o čemu se prilikom vrednovanja vodilo računa.

Proces dovršenja transakcije pripajanja reguliran je odredbama Zakona o trgovačkim društvima gdje je u članku 515. definirano uključivanje revizora. Revizor je obvezan pregledati Ugovor o pripajanju te ispitati primjerenost predloženog omjera zamjene dionica i izraditi pisano izvješće o obavljenoj reviziji pripajanja. Konačnu odluku o pripajanju donose glavne skupštine društava koja sudjeluju u pripajanju, pri čemu odluka mora biti donesena glasovima koji predstavljaju najmanje tri četvrtine kapitala zastupljenog na glavnoj skupštini prilikom donošenja odluke.

Opis društava koja sudjeluju u pripajanju

PLAVA LAGUNA d.d.

Plava laguna d.d. jedna je od vodećih turističkih kompanija u Hrvatskoj, iza koje stoji već više od pola stoljeća uspješnog rada i razvoja tijekom kojeg konstantno zauzima leadersko mjesto u hrvatskom turizmu, te postiže zavidne fizičke, a napose financijske rezultate.

Permanentnim ulaganjem u razvoj i oplemenjivanje svog turističkog portfelja, uz poštivanje normi održivog razvoja s posebnim senzibilitetom za očuvanje okoliša, Plava laguna danas raspolaže suvremenom, jedinstvenom i atraktivnom ponudom, koja je ne samo temelj njene sadašnjosti, već i garancija budućeg razvoja.

Plava laguna d.d. sa sjedištem u Poreču, Rade Končara 12, (MB 3474780; OIB 57444289760) ustrojena je kao dioničko društvo u skladu sa Zakonom o trgovačkim društvima i upisana u sudski registar Trgovačkog suda u Rijeci, Stalne službe u Pazinu. Većinski vlasnik Društva je Sutivan Investments Anstalt iz Liechtensteina (Grupacija Lukšić) s udjelom od 80,34% u redovnim dionicama, te 100%-tnim vlasništvom povlaštenih dionica što rezultira udjelom od 82,24% u temeljnom kapitalu.

Temeljni kapital Društva iznosi 1.088.372.000 kuna, podijeljen na 546.318 redovnih dionica nominalne vrijednosti 1.800 kuna, te 105.000 povlaštenih dionica nominalne vrijednosti 1.000 kuna. Dionice Društva kotiraju na redovnom tržištu dioničkih društava na Zagrebačkoj burzi. Od 2001. Plava laguna je većinski vlasnik dioničkog društva Hoteli Croatia d.d. Cavtat, s vlasničkim udjelom, nakon dokapitalizacije 2003.godine, od 92,28%.

Društvo vode Uprava i Nadzorni odbor. Upravu čini član uprave Neven Staver. Nadzorni odbor se sastoji od sedam članova. Predsjednik Nadzornog odbora je Davor Luksic Lederer, a članovi Patricio Tomas Balmaceda Tafra, zamjenik predsjednika, Oscar Eduardo Hasbun Martinez, Đenio Radić, Borislav Škegro, Davor Domitrović Grubisic i Stipe Liović, predstavnik radnika.

Plava laguna d.d. u Poreču danas raspolaže ukupnim smještajnim kapacitetom od 20.834 ležaja u hotelima, apartmanskim naseljima i autokampovima i zapošljava gotovo 600 stalnih, a u sezoni još i oko 650 sezonskih radnika

Turistički portfelj Društva (u 2012.godini) čini deset hotela ukupnog kapaciteta 6.663 postelje, četiri apartmanska naselja s kapacitetom od 1.771 postelje, te četiri autokampa sa 12.400 mjesta. Signifikantnom investicijskom aktivnošću, posebno

posljednjih godina, ti su kapaciteti značajno restrukturirani na višu razinu kvalitete, sa dvije ili tri u kategoriju četiri zvjezdice, koja je temeljem navedenog u kategoriji hotela zastupljena sa 31,5%, u apartmanima sa 57,5%, a kod autokampova sa čak 94,4%.

Pored navedenoga Plava laguna je većinski dioničar društva Hoteli Croatia d.d. iz Cavtata s udjelom koji predstavlja 92,28% kapitala istoga društva. Hoteli Croatia d.d. raspolažu s ukupno 1.038 postelja od kojih gotovo 95% zadovoljava nivo kvalitete 5* (Hotel Croatia) dok je ostatak od 5% kategoriziran s 3* (Hotel Supetar). U 2011. godini Plava laguna d.d. je realizirala ukupno 2.328.512 noćenja, od čega na inozemne goste otpada 98,7%. Već standardno najzastupljeniji su gosti sa zapadnoevropskih emitivnih tržišta, a prednjače gosti iz Njemačke, Nizozemske, Austrije i Italije, te sve značajnijeg ruskog tržišta, koji su u 2011. ostvarili 12,8% ukupnih noćenja, te čak 24,6% noćenja u čvrstim objektima Društva.

Vrijednosni aspekt fizičkih učinaka Društva u 2011. godini, je ostvareni ukupan prihod od 452.512 tisuća kuna, od čega 441.116 tis ili 97,5% otpada na poslovni prihod. Društvo je poslovnu godinu završilo sa 63,6 milijuna kuna ostvarene neto dobiti, što ga po kriteriju apsolutne veličine rezultata svrstava na sam vrh turističkog sektora u okruženju.

HOTEL BONAVIA d.d.

HOTEL BONAVIA d.d. sa sjedištem u Rijeci, Dolac 4, (MB03486494 ;OIB80194180622) ustrojena je kao dioničko društvo u skladu sa Zakonom o trgovačkim društvima i upisana u sudski registar Trgovačkog suda u Rijeci. Većinski vlasnik Društva je Grupa Jadranski luksuzni hoteli d.o.o. iz Rijke s vlasništvom od 90,31% dionica.

Temeljni kapital Društva iznosi 31.769.300,00 kuna koji je podijeljen na 85.863 redovnih dionica nominalne vrijednosti 370,00 kuna

Društvo je dana 30. 08. 2012. godine održalo glavnu skupštinu na kojoj je donijelo odluke o smanjenju i povećanju temeljnog kapitala na način da novi kapital društva iznosi 14.917.630,00 kuna, te da je isti podijeljen na 1.405.900 redovnih dionica bez nominalne vrijednosti oznake HBNV-R-A. Ujedno, cjelokupno ovo izvješće je sastavljeno pod pretpostavkom da će navedene odluke biti upisane u sudski registar Trgovačkog suda u Rijeci

Društvo vode Uprava i Nadzorni odbor. Upravu čini predsjednica uprave Marina Rogović i član Uprave Vedran Banovac. Nadzorni odbor se sastoji od tri člana. Predsjednik Nadzornog odbora je Davor Luksic Lederer, a članovi su Davor Domitrović, zamjenik predsjednika i Snježana Kranjec, predstavnik radnika.

Hotel Bonavia d.d. lociran je u samom poslovnom komercijalnom središtu Grada Rijeke. Zadnja cjelovita rekonstrukcija hotela započela je u ožujku 1999. godine i trajala do ožujka 2000.godine, kada je hotel ponovno otvoren. Hotel raspolaže sa 121 smještajnom jedinicom (114 soba, 6 apartmana, predsjednički apartman), sedam punktova hrane i pića (Fine Dining Restaurant Kamov, Restaurant Classic, Zimski vrt, Aperitiv bar, Caffè bar Dante, Conference bar te Caffè bar BP Club koji nije u funkciji), tri konferencijske dvorane (Jozefina, Lujzijana, Karolina).

Tijekom 2011. godine prodano je 25.347 soba i ostvareno 33.968 noćenja odnosno ostvarena je prosječna godišnja popunjenost od 57%. Individualni korporativni segment predstavlja najznačajniji tržišni segment Društva, koji u 2011. godini predstavlja udio od gotovo 54% ukupno prodanih soba. Već tradicionalno

najviše noćenja ostvaruju domaći gosti, zatim slijede gosti iz Italije i Grčke koji su veoma značajni za odmorišni segment tijekom ljetnih mjeseci.

Vrijednosni aspekt fizičkih učinaka Društva u 2011. godini je ostvareni ukupan prihod od 20,88 milijuna kuna, od čega 20,03 milijuna kuna otpada na poslovni prihod. Društvo je poslovnu godinu završilo sa gubitkom od 4,82 milijuna kuna.

Pravno i gospodarsko obrazloženje Ugovora o pripajanju

Pravni aspekti i obrazloženje Ugovora o pripajanju

Pri pripajanju dioničkih društava na odgovarajući se način primjenjuju odredbe Zakona o trgovačkim društvima koje uređuju pripajanje jednog dioničkog društva (pripojeno društvo) drugome dioničkom društvu (društvo preuzimatelj), uz odgovarajuću primjenu drugih relevantnih propisa Republike Hrvatske. Pri pripajanju društava jedno se društvo pripaja drugome, čime se briše njegov pravni entitet bez provođenja likvidacije, te on nastavlja svoj "pravni život" kroz društvo koje ga je preuzelo – društvo preuzimatelj. Cjelokupna imovina pripojenog društva prenosi se na društvo preuzimatelja, pri čemu dioničari pripojenog društva, postaju dioničari društva preuzimatelja. Pravomoćnim okončanjem postupka pripajanja, društvo HOTEL BONAVIA d.d. Rijeka prestalo bi postojati, a njegov bi univerzalni slijednik postalo društvo PLAVA LAGUNA d.d. Poreč, preuzimajući tako cjelokupnu imovinu i obveze pripojenog društva.

Pripajanje je pokrenuto odlukom Uprava društava koja sudjeluju u predmetnom pripajanju i uz suglasnost Nadzornih odbora društava koja se pripajaju.

Na prijedlog Nadzornih odbora, odnosno Uprava, društava koja se spajaju i u skladu sa čl. 515. Zakona o trgovačkim društvima, Trgovački sud u Rijeci je svojim Rješenjem Posl.br.: 9-R1-106/12-2 od 02. srpnja 2012. godine za revizora pripajanja imenovao revizorsku tvrtku PRICEWATERHOUSECOOPERS d.o.o. Zagreb, Alexandera von Humboldta 4. Revizor pripajanja je nakon provedene revizije dao izvještaj Upravama i Nadzornim odborima društava te Trgovačkom sudu. Temeljem izvješća Uprava o pripajanju i izvješća revizora pripajanja Nadzorni odbori društava koja sudjeluju u pripajanju dužni su namjeravano pripajanje provjeriti i o navedenom sastaviti izvješće.

U skladu s dokumentacijom pregledanom od strane revizora pripajanja i Nadzornih odbora društava koja se spajaju, Uprave društava koja se spajaju zaključuju Ugovor o pripajanju koji mora imati oblik javnobilježničke isprave (članak 518. Zakona o trgovačkim društvima). Taj ugovor postaje u cijelosti valjan tek kada ga odobre glavne skupštine društava koje sudjeluju u pripajanju (članak 516. Zakona o trgovačkim društvima). Zakon o trgovačkim društvima u stavku 2. istog članka propisuje da o pripajanju odlučuje glavna skupština dioničkog društva

glasovima koji predstavljaju najmanje tri četvrtine temeljnoga kapitala zastupljenog na glavnoj skupštini prilikom donošenja odluke.

Svako društvo dužno je registarskom sudu podnijeti prijavu za upis pripajanja u sudski registar, a isto može učiniti i društvo preuzimatelj za oba društva. Pripajanje se može upisati u sudski registar društva preuzimatelja tek nakon što isto bude upisano u sudski registar pripojenog društva. Pravni učinci pripajanja nastaju upisom pripajanja u sudski registar u koji je upisano društvo preuzimatelj, te tada ukupna imovina pripojenog društava i njegove obveze prelaze na društvo preuzimatelja, a pripojeno društvo prestaje. Društvo preuzimatelj je sveopći pravni slijednik pripojenog društva te time stupa u sve pravne odnose pripojenog društva. Uzajamne obveze između pripojenih društava prestaju postojati upisom pripajanja u sudski registar – obzirom su pozicije vjerovnika i dužnika sjedinjene u istoj osobi (čl. 207. Zakona o obveznim odnosima).

Upisom pripajanja u sudski registar u koji je upisano društvo preuzimatelja dioničari pripojenog društva postaju dioničari društva preuzimatelja. Ugovorom o pripajanju predviđeno je da će dioničari društva HOTEL BONAVIA d.d. Rijeka u zamjenu za svoje dionice oznake HBNV-R-A dobiti dionice PLAVA LAGUNA d.d. Poreč oznake PLAG-R-A, a koje će biti dodijeljene iz vlastitih dionica koje PLAVA LAGUNA d.d. drži.

Društva koja sudjeluju u pripajanju su suglasna da će se kao povjerenik pripojenih društava za primanje dionica kao i provedbu zamjena dionica, imenovati Središnje klirinško depozitarno društvo d.d. sa sjedištem u Zagrebu, Heinzelova 62a.

Dioničarima HOTELA BONAVIA d.d. Rijeka kojima zamjenom nedostaje određeni iznos za stjecanje cijele dionice PLAVA LAGUNA d.d. Poreč, PLAVA LAGUNA d.d. Poreč će isplatiti doplatu u novcu, i to u razmjernom iznosu.

Dionice PLAVA LAGUNA d.d. Poreč koje će se dioničarima HOTEL BONAVIA d.d. Rijeka dati u zamjenu za dionice HOTEL BONAVIA d.d. Rijeka imati će jednaka prava kao i sve druge redovne dionice društva PLAVA LAGUNA d.d. Poreč.

Obvezni sadržaj Ugovora o pripajanju propisan je Zakonom o trgovačkim društvima u njegovom članku 513. Njime se obvezno regulira prijenos imovine, omjer zamjene dionica, eventualne novčane doplate i prijenos dionica društva preuzimatelja, prava dioničara pripojenog društva kao imatelja vrijednosnog papira, a osobito pravo da sudjeluju u dobiti društva preuzimatelja temeljem novopreuzetih dionica, te eventualne pogodnosti dane članovima uprava, upravnih ili nadzornih odbora društava koja sudjeluju u pripajanju.

Ključno imovinskopravno pitanje, o kojem ovisi donošenje odluke o pripajanju, ali i omjer zamjene dionica između dioničara društava koja sudjeluju u pripajanju je procjena imovine društava koja sudjeluju u pripajanju.

Gospodarski aspekti Ugovora o pripajanju

Procesu pripajanja pristupilo se ocjenom sudionika transakcije da je u njihovom obostranom interesu međusobno se poslovno, organizacijski, pravno i financijski povezati. Gospodarski interesi bazični su razlozi procesa pripajanja respektirajući postojeće ekonomske pozicije oba društva. Nastavno na prethodno predstavljanje društava razvidno je pripadnost i djelovanje u istoj djelatnosti što onda pojačava stupanj argumentacije o zajedničkom entitetu.

Gospodarska svrha pripajanja očituje se kroz povećanje poslovne efikasnosti, putem povećanja prihoda te istovremeno smanjenja jediničnih troškova što posljedično rezultira porastom vrijednosti dioničarima. Po izvršenju transakcije pripojeno društvo stječe i dodatne prednosti operativnog i financijskog karaktera.

Bitni aspekti unapređenja ekonomskog položaja pripojenog društva ogledaju se u slijedećem:

1. Financijska snaga i sigurnost –koju pripojeno društvo značajno povećava obzirom na sadašnju razinu financijskih dugova koje posjeduje te s druge strane nedostatan financijski kapacitet za njihovo servisiranje. Hotel Bonavia d.d. u scenariju daljnjeg funkcioniranja kao samostalno društvo ne posjeduje kreditnu sposobnost koja se zahtijeva za podmirivanje visine kredita evidentiranih u poslovnim knjigama. Nadalje, pripajanjem društvu Plava laguna d.d. stvaraju se pretpostavke za jednokratnom otplatom, odnosno refinanciranjem, korištenjem tržišne pozicije, odnosno visoke bonitetne ocjene društva preuzimatelja, što stvara pretpostavke za snižavanjem troškova dužničkih izvora.

Dodatno, nepovoljna bilančna struktura zbog visokih pokazatelja zaduženosti pripojenog društva ima oportunitetne troškove u ograničavanju razvojnih procesa što utječe na budući tijek poslovnih rezultata istog društva.

2. Operativna efikasnost – koja se ogleda kroz smanjenje troškove u području nabave proizvoda i usluga korištenjem ekonomije obujma i pregovaračke moći društva preuzimatelja.

Pored navedenog centralizacijom u obavljanju poslova pojedinih funkcija, prije svega poslova računovodstva, financija, poslova kontrolinga, pravnih poslova i ostalih administrativnih poslova rezultirati će značajnim uštedama u usporedbi sa funkcioniranjem društva prema postojećim principima.

Operativna efikasnost bitno će biti poboljšana uspostavljanjem sustava internih procesa i standarda u operativno poslovanje hotela, uz prethodno podešavanje sukladno utvrđenim specifičnostima.

3. Unapređenje marketinga i prodaje – oslanjanjem na Plavu lagunu u korištenju kanala i medija promocije u značajnoj će mjeri povećati stupanj prisutnosti Hotela Bonavia d.d na tržištu potražnje. Nadalje, osnažuje se pregovaračka snaga kod ugovaranja sa predstavnicima organiziranih kanala dolazaka.

4. Dostupnost specijalističkih struka – razvojni ciklus koji pretpostavlja primjenu novih tehnologija baziranih na informatičkoj infrastrukturi, ali i ostala građevinska i strojarska znanja biti će efikasnije realizirati u poslovnom sustavu koji raspolaže sa adekvatnom strukturom specijalističkih kadrova.

5. Unaprijeđenije u upravljanju ljudskih resursa – primjenom jednoobraznog sustava od poslova selekcije do edukacije. Pri tome valja navesti da se na području edukacije razmjenom najbolje prakse očekuju sinergijski efekti na oba društva.

Poboljšanje položaja društva preuzimatelja u predmetnoj transakciji ogleda se u slijedećem:

1. Proširenje turističkog portfelja – u smislu obogaćivanja i proširenja ponude pored odmorišnog (leisure) turizma koji je vezan za ljetnu sezonu i na poslovni i kongresni turizam. Dodatno, hotel Bonavia je smješten u centru Rijeke što znači i teritorijalno širenje izvan područja postojećih kapaciteta Plave lagune koji su svi locirani na porečkom području.

2. Efikasniji pristup tržištu - obzirom na novoobnovljeni hotel Laguna Parentium koji je opremljen za odvijanje raznih skupova i događanja kongresnog tipa, znanja, vještine i prodajna mreža u tom segmentu omogućiti će efikasniji pristup tržištu, poboljšanje usluge, educiranje kadra..

Predmetno pripajanje temeljem gore navedenih razloga utjecati će na poboljšanje ekonomskog položaja dioničara oba društva koja sudjeluju u pripajanju, uz osiguranje daljnjeg rasta i razvoja uz zahtijevanu razinu poslovne efikasnosti.

Evaluacija društava koja sudjeluju u pripajanju

Odabir metode vrednovanja

U pripajanju sudjeluju kompanije čija je struktura smještajnih kapaciteta bitno različita. Naime, kao što je u poglavlju Opis društava koja sudjeluju u pripajanju navedeno, smještajne kapacitete Plave lagune pored hotela čine i apartmani i kampovi. Obzirom na navedeno smatramo da vrijednosti kompanija nije oportuno procijeniti koristeći vrijednosti po smještajnoj jedinici ili m². Nadalje, pri procjeni vrijednosti nisu se koristile niti uobičajene metode multiplikatora kao što je EV/EBITDA multiple. Naime navedene metode uglavnom koriste ostvarene odnosno povijesne podatke, u konkretnom slučaju EBITDA, što bi rezultiralo nepovoljnim položajem za Hotel Bonaviu, obzirom na skromnija ostvarenja u prošlosti. Nadalje, utvrđenje vrijednosti koristeći knjigovodstvene podatke također nije primjenjivo. Osim što je riječ o statičkom pristupu koji se također oslanja na prošlost, upitan je i realitet iskazanih vrijednosti. Naime, preteča društava koja sudjeluju u predmetnoj poslovnoj kombinaciji su poduzeća u društvenom vlasništvu, koja su postupkom pretvorbe promijenila pravni oblik u dionička društva, pa je stoga različit pristup utvrđenja vrijednosti između kompanija vrlo vjerojatan.

Nastavno na sve navedeno, mišljenja smo da će najobjektivnije vrijednosti, koje se utvrđuju isključivo za potrebe utvrđenja omjera zamijene dionica, proizaći iz metode vrednovanja koja se temelji na ekonomskim tokovima, a takva dinamička metoda s najraširenijom primjenom je svakako metoda Diskontiranih neto ekonomskih tokova, odnosno Discounted cash flow method.

Kao što je i navedeno, ova se metoda, koja predstavlja dominantan koncept vrednovanja imovine u financijskoj i ekonomskoj praksi, temelji na projekciji budućih neto ekonomskih tokova koji se uz primjenu odgovarajuće diskontne stope, odnosno prosječnog ponderiranog troška kapitala (WACC) svode na sadašnju vrijednost. Tako izračunatoj vrijednosti dodaje se (eventualna) dodatna aktiva (imovina) u svrhu procjene ukupne vrijednosti kompanija (enterprise value – EV), od koje se oduzimanjem vrijednosti dugova dolazi do vrijednosti koja predstavlja ukupni dionički kapital (Equity). Dio kapitala koji se odnosi na redovne dionice Plave lagune, dobiven je oduzimanjem kapitala koji pripada povlaštenim dionicama od prije

spomenutog ukupnog dioničkog kapitala. Vrijednost povlaštene dionice izračunata je koristeći zahtjevani dividendni prinos od 7%.

Dodatna aktiva Plave lagune evidentirana u bilanci društva kao dugotrajna financijska imovina, a koja predstavlja udio u kapitalu društva Hoteli Croatia d.d. iz Cavtata također je vrednovana koristeći metodu Diskontiranih neto ekonomskih tokova. Ostala dodatna aktiva, uglavnom imovina koja nije u upotrebi odnosno imovina koja ne „producira“ ekonomske tokove, vrednovana je statički razmatranjem njezine neto unovčive vrijednosti.

Neto ekonomski tokovi za svaku kompaniju projicirani su za razdoblje od 10 godina. Na kraju projiciranog razdoblja utvrđena je rezidualna ili terminalna vrijednost (RV) projekta. Ista je izračunata uz primjenu tzv. Gordon modela na način:

$$RV = \text{Neto ekonomski tok}_{10} / (\text{WACC} - \text{Stopa rasta } (g))$$

Stopa rasta (g) utvrđena je kao stopa rasta ekonomskog toka (EBIDA) u zadnjih pet godina projekcije, kao njegova geometrijska sredina i to kako slijedi:

$$g = ((\text{EBIDA}_{10} / \text{EBIDA}_5)^{1/5} - 1) * 100$$

Projicirani nivo Kapitalnih ulaganja (CapEx) predstavlja samo ona ulaganja koja su nužna za održavanje dostignute razine rezultata poslovanja, što dakako ne znači da u projiciranom periodu neće biti i ostalih ulaganja. Izuzetak predstavljaju kapitalna ulaganja Plave lagune u 2012. godini, koja uključuju i temeljitu rekonstrukciju hotela Laguna Parentium s 3* na 4*.

Projicirani neto ekonomski tokovi te rezidualna vrijednost su, kao što je već navedeno, uz primjenu prosječnog ponderiranog troška kapitala (WACC) diskontirani na vrijednost na dan 31.08.2012. godine, odnosno na sadašnju vrijednost. Predmetni ekonomski tokovi projicirani su u EUR-u, pa stoga WACC nije korigiran za razliku u stopi inflacije u Republici Hrvatskoj i jednoj od zemalja članica Ekonomske i monetarne unije najvišeg boniteta (Njemačka). Nadalje, pri evaluaciji obje kompanije primijenjen je isti (uobičajeni, prosječni za sektor) D/E odnos odnosno

WACC, obzirom na relativno jednostavnu podesivost D/E odnosa kombinacijom vlastitih i vanjskih izvora financiranja.

Na kraju valja još jednom istaći da se korištena metoda vrednovanja temelji na procjenama kako neto ekonomskih tokova tako i prosječnog ponderiranog troška kapitala, te da pogreške u tom smislu mogu rezultirati u značajnim odstupanjima u vrijednosti. Međutim, svrha predmetne evaluacije nije utvrđenje nominalne vrijednosti kompanija odnosno equitya, već utvrditi relativan omjer zamjene dionica, pa se stoga permanentno inzistiralo na konzistentnoj i jednoobraznoj primjeni pretpostavki za obje kompanije.

Prosječni ponderirani trošak kapitala korišten u evaluaciji kompanija iznosi 9%.

Opis metodologije i korištenih metoda

Polazište za evaluaciju društava odnosno projekciju neto ekonomskih tokova predstavljaju povijesni podaci o fizičkim i financijskim veličinama, odnosno ostvarenje fizičkog obujma i rezultata poslovanja (računa dobiti i gubitka) za 2011 godinu. Ciljana razina je Procjena rezultata za period I-XII 2012.

Na temelju ostvarenih rezultata tijekom 2012. godine, pristupilo se procjeni noćenja do kraja godine koristeći podatke iz dnevnih evidencija te podatke o "bookingu" za period IX-XII 2012. Prihodi su projicirani primjenom prosječne neto cijene koje se ostvarivala u VIII i IX mjesecu 2012. na temelju dnevnih izvještaja o ostvarenom pansionu, dok je za preostali dio godine primijenjena planirana cijena. Grupa varijabilnih i relativno varijabilnih troškova podešena je kretanju fizičkog obujma uz korekcije za nastanak novih okolnosti (rast ulaznih cijena), dok je grupa fiksnih troškova, koji nisu podložni promjeni uslijed odstupanja u noćenjima, utvrđena sukladno usvojenom Operativnom budžetu uz inkorporiranje novih saznanja.

Prema gore utvrđenim mjerilima polazište u vrednovanju predstavlja 31.08.2012. Ostale bilančne pozicije utvrđene su na dan 31.08.2012., izuzev onih koje su determinirane ekonomskim tokom (working capital), pa se pretpostavlja da je njihovo korigiranje izvršeno kroz redovitu poslovnu aktivnost inkorporiranu u ekonomski tok. Tako su pozicije novca i depozita, potraživanja od kupaca kao i kratkoročne obveze prema dobavljačima utvrđeni na dan 31.12.2011. Sve ostale promjene (financijska aktivnost), primjerice uvrđivanje obveze za dividendu, prihodovne kamate, obračunate kamate na primljene kredite uvažene su kroz stanja

ili prilagodbu bilančnih pozicija na dan 31.08.2012. Pri tome valja napomenuti da eventualna smanjenja spomenutih pozicija obveza (kao što je otplata kredita) koja nisu obuhvaćena ekonomskim tokom nisu korigirana, obzirom da niti radni kapital (pozicija novca) nije umanjen (neto efekt neutralan).

EVALUACIJA DRUŠTVA PLAVA LAGUNA d.d.

Poslovni prihodi odnosno EBITDA društva, u svrhu projekcije neto ekonomskog toka, projicirani su odvojeno za hotel Laguna Parentium te za ostatak društva. Razlog navedenomu je što je za „ostatak“ društva godišnji rast poslovnih prihoda odnosno rezultata iz poslovne aktivnosti iskazan mjerom EBITDA (Zarada prije odbitka kamata, poreza i amortizacije) projiciran na nivou stope inflacije, odnosno zadržan je isti realan nivo u cijelom promatranom periodu. Poslovni prihodi za „ostatak“ društva (bez hotela Laguna Parentium) procijenjeni su u iznosu od 430,4 milijuna kuna što u odnosu na 2011. godinu predstavlja porast od 6,1%, dok procjena EBITDA iznosi 170,8 milijuna kuna (Indeks u odnosu na 2011. godinu iznosi 108) što predstavlja udio od 39,7% u poslovnom prihodu. Temeljita rekonstrukcija hotela L. Parentium dovršena je početkom kolovoza 2012. godine. Stoga je do 2015. godine, planirane stabilizacijske godine sa projiciranih 210 dana popunjenosti kapaciteta, za hotel Laguna Parentium planiran značajniji rast, nakon čega se zadržava realni nivo 2015. godine. U navedenoj stabilizacijskoj godini planirani EBITDA za hotel Laguna Parentium iznosi 21,9 milijuna kuna što predstavlja 45% poslovnog prihoda.

Kapitalna ulaganja, s izuzetkom 2012. godine koja sadrži i vrijednost ulaganja u temeljitu rekonstrukciju hotela L. Parentium, predstavljaju nužna ulaganja za održavanje dostignutog realnog nivoa rezultata poslovanja društva, a predstavljaju prosjek navedenih ulaganja u društvu od 2008. do 2011. godine i iznosi oko 35 milijuna kuna.

Temeljem iznijetoga proizlazi da projicirana Neto sadašnja vrijednost društva iznosi 1,82 milijarde kuna.

Dugotrajna financijska imovina odnosi se na ulaganja u dionice Istarska kreditna banka Umag d.d., Croatia osiguranje d.d. i Riviera Adria d.d.

Ostala dodatna aktiva, odnosno „neoperativna“ imovina koja ne „producira“ ekonomske tokove, vrednovana je, kako je već navedeno, statički razmatranjem njezine neto unovčive vrijednosti. Predmetna imovina odnosi se na A/H Marina u Červar Portu ukupne bruto površine od 6.789 m², zatim na zemljišta u K.O. Varvari ukupne površine 7.533 m² kupljenog 2011. godine (Facinka) te na zemljište u K.O. Vabriga ukupne površine 6.502 m² (Santa Marina).

Radni kapital izračunat prema stanju na zadnji dan 2011. godine iznosi 131,7 milijuna kuna.

U nastavku se prikazuje projekcija vrijednosti Kapitala (Equitya) kompanije, te vrijednost po jednoj redovnoj dionici.

OPIS	Iznos (000 KN)
NPV	1.819.300
Dugotrajna fin.imovina - Udio u Hoteli Croatia	338.382
Dugotrajna fin.imovina - ostalo (stanje 31.08.2012.)	10.272
Ukupno dodatna financijska imovina	348.654
Materijalna imovina koja nije u funkciji - Červar; Facinka; Santa Marina	24.463
Novac, depoziti i dani krediti (31.12.2011.)	173.427
Zalihe (31.12.2011.)	2.344
Potraživanja od kupaca i ostala potr.(31.12.2011.)	8.696
Ukupno	184.467
Obveze prema dobavljačima i ostale kratk.obveze (31.12.2011.)	52.760
Ukupno obveze	52.760
WORKING KAPITAL	131.707
Korekcija working.kap. za stavke koje nisu uzete u obzir kroz ek.tokove (prihodi od kta na depozite - 31.8)	4.080
Korekcija za primljenu dividendu od Croatie Cavtat	10.861
Dugoročni dug (31.8.2012.)	1.500
Dug za dividendu (31.8.2012)	58.552
UKUPAN EQUITY	2.279.013,73
POVLAŠTENI EQUITY	138.090,00
REDOVAN EQUITY	2.140.923,73
Redovne dionice u opticaju	536.848
Vrijednost po dionici (KN)	3.987,95

Prema iskazanim podacima vrijednost ukupnog Equitya Plave lagune iznosi 2,28 milijarde kuna. Vrijednost Equity koja otpada na povlaštene dionice (ukupno 105.000 dionica), izračunata prema dividendom prinosu od 7% te prosječnoj dividendi po dionici isplaćenoj u godinama od 2009. do 2012. u iznosu od 92,06 kuna, iznosi 138,09 milijuna kuna. Temeljem navedenoga proizlazi da vrijednost redovnog Equity iznosi 2,14 milijardi kuna ili 3.987,95 kuna po jednoj redovnoj dionici u opticaju.

EVALUACIJA DRUŠTVA HOTEL BONAVIA d.d.

Kao i kod Plave lagune, polaznu osnovu za projekciju neto ekonomskih tokova predstavlja procjena rezultata poslovanja za 2012. godinu. Predmetna procjena za HOTEL BONAVIA d.d. determinirana je procesom restrukturiranja kompanije i ostvarenim rezultatom tijekom 2012. godine.

Procijenjeni rezultat iz poslovne aktivnosti iskazan mjerom EBITDA iznosi 4,6 milijuna kuna što je oko 2,3 puta više od ostvarenja u 2011. godini, te oko 0,7 milijuna kuna iznad budžetiranog nivoa (Indeks 117). U 2013. godini planiran je daljnji rast EBITDA od oko 11% (i predstavlja 26% poslovnog prihoda), koji je nešto iznad isplaćenih plaća za radnike tokom otkaznog roka, a čega u 2013. godini neće biti. U narednim godinama nivo EBITDA je projiciran u iznosu koji odgovara cca 27% poslovnog prihoda, a rast poslovnih prihoda planiran je u čitavom promatranom periodu na nivou godišnje stope inflacije od 2%.

Kapitalna ulaganja, predstavljaju nužna ulaganja za održavanje dostignutog realnog nivoa rezultata poslovanja društva. Planirani raspon ulaganja kreće se od 5 do 10% godišnjeg EBITDA. Izuzetak predstavlja 2017. godinu u kojoj su planirana značajnija ulaganja u iznosu od oko 9,0 milijuna kuna, obzirom da je zadnja cjelovita rekonstrukcija hotela izvršena 2000. godine. Predmetnim ulaganjem obuhvaćena je zamjena namještaja, tepisona, galanterije i sanitarija u kupaonicama u smještajnim jedinicama, te dio opreme i namještaja u servisnim odnosno javnim prostorima.

Temeljem iznijetoga proizlazi da projicirana Neto sadašnja vrijednost društva iznosi 60,0 milijun kuna.

U nastavku se prikazuje projekcija vrijednosti Kapitala (Equitya) kompanije, te vrijednost po jednoj redovnoj dionici.

OPIS	Iznos (000 KN)
NPV	59.994
Novac na računu (31.12.2011)	2.166
Zalihe (31.12.2011)	233
Potraživanja od kupaca (31.12.2011.)	1.809
TOTAL	4.208
Obveze prema dobavljačima i ostale kr.obveze	2.154
Rezerviranja za rizike (31.12.2011.)	1.457
TOTAL	3.611
WORKING CAPITAL	597
Financijski dug (31.8.2012)	59.068
Odgodena porezna obveza (31.8.2012)	215
UKUPAN EQUITY	1.307,7
Br.dionica	1.491.763
Vrijednost po dionici	0,88

Ovdje valja istaći da iskazana vrijednost financijskog duga predstavlja iznos nakon na Glavnoj skupštini društva (30. kolovoza 2012. godine) usvojene odluke o povećanju temeljnog kapitala privatnim izdanjem dionica s isključenjem prava prvenstva pri upisu novih dionica i to pretvaranjem potraživanja u iznosu od 14,059 milijuna kuna u redovne dionice društva, čime se temeljni kapital povećava sa 858.630 na 14.917.630 kuna. U tu se svrhu izdaje 1.405.900 dionica bez nominalne vrijednosti, čime se broj dionica povećava sa 85.863 na 1.491.763. Također, valja istaći da je prije predmetne odluke Glavna skupština donijela odluku o pretvaranju dionica s nominalnom vrijednosti u dionice bez nominalne vrijednosti, te odluka o pojednostavljenom smanjenju temeljnog kapitala radi pokrića gubitaka (sa 31.769.310,00 kuna na 858.863,00 kune).

Prema iskazanim podacima vrijednost ukupnog Equitya HOTELA BONAVIA d.d. iznosi oko 1,3 milijuna kuna odnosno 0,88 kune po jednoj redovnoj dionici.

UTVRĐIVANJE OMJERA ZAMJENE DIONICA

U nastavku se prikazuje vrijednost redovne dionice odnosno omjer zamjene dionica društava koja sudjeluju u poslovnoj kombinaciji.

OPIS	Plava laguna d.d.	Hotel Bonavia d.d.
Vrijednost Redovnog kapitala (KN)	2.140.923.726,75	1.307.705,29
Broj redovnih dionica u opticaju	536.848	1.491.763
Vrijednost redovne dionice (KN)	3.987,95	0,88
Odnos zamjene	1	0,00022066

Kao naknadu za prenesenu vrijednost pripojenog društva Hotel Bonavia d.d., Plava laguna d.d. se obvezuje dioničarima pripojenog društva prenijeti dionice Plave lagune d.d. u omjeru zamjene dionica, kako slijedi:

- 1:0,00022066 koji za 1 dionicu pripojenog društva Hotel Bonavia d.d. osigurava 0,00022066 dionica društva Plava laguna d.d. (ili 4.531,86 dionica pripojenog društva Hotel Bonavia d.d. za 1 dionicu društva Plava laguna d.d..

Dioničarima pripojenog društva kojima po izračunu broja dionica nakon zamjene ne pripada cijeli broj dionica društva preuzimatelja, odnosno kojima zamjenom nedostaje određeni iznos za stjecanje cijele dionice PLAVA LAGUNA d.d. Poreč, PLAVA LAGUNA d.d. Poreč će tim dioničarima isplatiti doplatu u novcu koja će ukupno iznositi 4.703,84 kuna.

Društvo preuzimatelj će u svrhu zamjene dionica iskoristiti 328 od ukupno 9.470 trezorskih dionica, kojima društvo raspolaže u trenutku prije pripajanja.