

**IZVJEŠĆE O OBAVLJENOJ
REVIZIJI UGOVORA O PRIPAJANJU DRUŠTAVA**

RABAC d.d. i ZLATNI OTOK d.d. društvu
RIVIERA POREČ d.d.

IZVJEŠĆE

O OBAVLJENOJ REVIZIJI PRIPAJANJA DRUŠTAVA

RABAC dioničko društvo za ugostiteljstvo i turizam, sa sjedištem u Rapcu, Rabac bb, Republika Hrvatska, upisanog kod Trgovačkog suda u Rijeci – stalna služba u Pazinu, MBS 040015812, (dalje: RABAC d.d.), i

ZLATNI OTOK dioničko društvo za hotelijerstvo, turizam i trgovinu, sa sjedištem u Krku, Vršanska bb, Republika Hrvatska, upisanog kod Trgovačkog suda u Rijeci, MBS: 040013345, (dalje: ZLATNI OTOK d.d.), društvu

RIVIERA POREČ dioničko društvo sa sjedištem u Poreču, Stancija Kaligari 1, Republika Hrvatska, upisanog kod Trgovačkog suda u Rijeci – stalna služba u Pazinu, MBS 040020883, (dalje: RIVIERA POREČ d.d.)

PRAVNI TEMELJ

1. Rješenjem Trgovačkog suda u Rijeci, Posl. br. 9-R1-121/11-2, od 2. svibnja 2011. a na prijedlog društava koja ugovaraju pripajanje («društva u pripajanju»), revizorom pripajanja društava imenovano je društvo PricewaterhouseCoopers d.o.o Zagreb.
2. Uprave društava u pripajanju prihvatile su zajednički usuglašen nacrt Ugovora o pripajanju, u skladu s odredbama čl. 512 i 513 Zakona o trgovačkim društvima, 02.svibnja 2011. 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 jesu li primjereni omjeri zamjene dionica temeljem kojih će dioničari društava koja se pripajaju steći dionice društva preuzimatelja.

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

- kojim je metodama određen omjer zamjene dionica,
- razlozi iz kojih je odabrana metoda primjerena za realizaciju zamjene dionica, te
- do kojeg bi se omjera zamjene dionica došlo primjenom različitih metoda, 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: Rabac d.d. i Zlatni Otok d.d. (pripojena društva) i Riviera Poreč d.d. (društvo preuzimatelj), a temeljem usuglašenog nacрта Ugovora o pripajanju od dana 2.05.2011. godine. Odabir metode za omjer zamjene dionica koju su uprave društava koristile, provjerava se osim za društva iz ugovora, i u kontekstu cjelokupne djelatnosti kojom se ta društva bave, i tržišnih uvjeta koji se manifestiraju i prepoznaju sada.

Prema odredbama ovog Ugovora o pripajanju metoda za utvrđivanje omjera zamjene dionica se ne ugovara, već uprave društva prihvaćaju procjenu neovisnih procjenitelja i njihov odabir primjerene metode vrednovanja. Društva su temeljem takvog utanačenja ugovorila da se omjer zamjene dionica odredi sukladno vrijednostima dobivenim iz procjene po metodi diskontiranih novčanih tijekova.

5. U vlastitim analizama ugovaratelji su donosili prosudbe prema dvjema temeljnim metodama procjene u određivanju vrijednosti kapitala svakog od društava koje se pripaja, a u svrhu određivanja omjera zamjene dionica, i to:
- Metodom knjigovodstvene vrijednosti, gdje su prezentirani i javno objavljeni financijski izvještaji i vrijednosti društava na osnovu individualiziranih knjigovodstvenih zapisa. Vrijednosti društava i kapitala u njima koje su iskazane u tim izvještajima, potvrđene su redovitom revizijom financijskih izvještaj na dan 31. prosinca 2010. godine, kod svih društava u pripajanju.
 - Metodom diskontiranih novčanih tijekova, (DNT metoda), gdje su ugovorne strane pristupile analizi procijenjenih vrijednosti društava temeljem vlastitih planova i projekcija koje je zatim neovisni procjenitelj prilagodio i metodološki obradio, te izvijestio o vrijednosti društava. Na taj način ugovorne strane su prihvatile DNT metodu vrednovanja kao jednu od metoda i opredijelile se za odnos zamjene sukladno ovoj metodi.
6. Revizor je ispitao primjenjivost gornjih dviju i drugih alternativnih metoda, te je došao do zaključka da za Komparativnu metodu nemamo pouzdanih usporedivih tržišnih podataka u tuzemstvu. Dostupni izvještajni podaci su računovodstveni i svode se na

metodu knjigovodstvene vrijednosti. U inozemstvu također nije moguće dobiti podatke o vrednovanju već samo izvještajne podatke.

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.

Prihvatajući procjeniteljevu metodu diskontiranih novčanih tijekova i kriterije zamjene dionica temeljem procjene po toj metodi, stranke su i u nacrtu Ugovora (točka 4) pristale na pripajanje uz priznavanje poduzetničkih vrijednosti društava i dionica društava u pripajanju na osnovi očekivane poslovne budućnosti.

7. Primjenom opisanih i primjenjivih metoda, dobiveni su rezultati omjera zamjene dionica.

Knjigovodstvene vrijednosti u kunama

	Rabac d.d.	Zlatni otok d.d.	Riviera Poreč d.d..	Ukupno
- u 000 kuna				
Knjigovodstvena vrijednost	335.135	101.175	1.241.786	1.678.096
Udio u sumi kapitala	19,97%	6,03%	74,00%	100%
Broj redovnih dionica	1.012.220	357.590	3.653.517	
Broj vlastitih dionica	0	0	20.956	
Broj dionica bez vlastitih	1.012.220	357.590	3.632.561	
Nominalna vrijednost	370	360	300	
Knjig. vrijednost jedne dionice	331,1	282,93	341,85	
Knjig. vrijed jedne dionice nakon promjene na kap	331,1	282,93	17,09	
Mogući omjer zamjene dionica	19,37	16,55	1	

Vrijednosti po metodi diskontiranih novčanih tijekova

	Rabac d.d.	Zlatni otok d.d.	Riviera Poreč d.d.	Ukupno
- u kunama				
Procijenjena vrijednost	410.076	141.446	1.196.959	1.748.481
Udio u ukupnoj procjeni	23,45%	8,09%	68,46%	100.00%
Broj dionica za zamjenu	1.012.220	357.590	72.651.220	
Procijenjena vrijednost jedne dionice	405,12	395,55	16,48	
Omjer zamjene dionica po procijenjenoj vrijednosti (DNT metoda)	24,59	24,01	1	

RAZLOG PRIMJENE DNT METODE ZA OMJER ZAMJENE DIONICA

8. Kod odlučivanja o omjeru zamjene dionica i pri sklapanju Ugovora o pripajanju obavljen je izračun temeljem navedenih metoda i provjera mogućnosti primjene ostalih metoda. Navedene metode ispitane su od strane revizora zbog potvrde izračuna fer omjera zamjene dionica u svrhu potvrde primjerenosti odabrane metode.

Provjerom podataka i samog izračuna za svaku od metoda gore, a radi potvrđivanja omjera zamjene dionica, ustanovili smo slijedeće:

Metoda knjigovodstvene vrijednosti

Nastanak i razvoj tržišta kapitala u Hrvatskoj realiziran je u tijeku općeg restrukturiranja i razvoja gospodarstva te približavanja praksi Europskih zemalja. Tržište kapitala je vlasnicima financijskih instrumenata približila praksu vrednovanja i procjenjivanja budućih povrata na ulaganje. Zbog toga su knjigovodstvene metode pretežito ostale na povijesnom iskazu i financijskom izvještavanju o završenim razdobljima. U tom smislu tržište tjera ulagače i procjenitelje da se ne oslanjaju se na knjigovodstvene vrijednosti ako postoje drugačije prihvatljive informacije s tržišta i metode vrednovanja.

Razuman temelj za iskazivanje omjera zamjene dionica na knjigovodstvenim iskazima je onda kada se uoči da tržište ulagačima ne otkriva trend zarade/gubitka.

Isto tako metoda knjigovodstvene vrijednosti je dominantna ako su svi interesi podređeni poznatom krajnjem vlasniku.

Knjigovodstvena vrijednost značajno se razlikuje od tržišne vrijednosti, budući da ona predstavlja sliku povijesnog poslovanja, te ne uvažava buduće rezultate poduzetnika. Isto tako metoda knjigovodstvene vrijednosti ne mjeri efekte združivanja, udjele na tržištu i energiju tržišnog nastojanja da se kapitali uvećavaju radi konkurentnosti.

Knjigovodstvene vrijednosti svakog društva nužno nose razlike zbog primjene različitih računovodstvenih politika (npr. ispravljanja vrijednosti, računovodstvenog vrednovanja i kapitalizacije imovine i proizvodnje u toku, revalorizacije imovine), te stoga nije pouzdano mjerilo vrijednosti društava u poduzetničkom smislu.

Metoda diskontiranih novčanih tijekova

9. Uobičajena praksa na tržištu kapitala je da se zbog nedostataka metode knjigovodstvene vrijednosti, više i češće primjenjuju druge metode za utvrđivanje omjera zamjene dionica društava koja sudjeluju u pripajanju, a naročito Metoda diskontiranih novčanih tijekova (DNT metoda).

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

Kod transakcije pripajanja društava tj. spajanja više kapitalnih glavnica za ulagače postaje važna ne samo promjena strukture kapitala već i promjena sposobnosti vlasničkog paketa za buduća razdoblja. Vlasnicima dionica ili ulagačima se to naročito manifestira u sposobnosti uvećavanja kapitala i u mogućnostima odlučivanja u sagledanim budućim poslovnim situacijama.

DNT metoda daje sposobnost vlasniku kapitala na način da ujedinjuje sve buduće vrijednosne izdatke s budućim primicima i izvorima budućih novčanih tijekova, kako bi unaprijed sagledala mogućnost selekcije i dodjele rezultata kapitalu. Dosljednom primjenom ovakvog načina procjene obuhvaćaju se svi budućí novčani tijekovi, temeljem kojeg bruto iskaza se diskontiranjem tih vrijednosti i svođenjem na dan predviđen u Ugovoru o pripajanju, na koji dan iskazuje sadašnju vrijednost ulaganja, tj. sadašnju vrijednost budućih tijekova.

Buduće operativne aktivnosti društava, kao ostvarivanje novih brendova, ovih paketa usluga, prodajnih mjesta, jedinica koje generiraju novac, ili aktivnosti s učinkom boljeg 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 da se primjereno zamijene dionice.

DNT metodologija također ima svojih ograničenja. Budući da je temeljena na planovima i prognozama budućeg rezultata, stoga 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 sva društva. Zbog istovrsnosti društava relativni isti 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, naročito u djelatnosti kojima se društva u pripajanju bave, te ona može ujediniti sve relevantne pokretače vrijednosti koji 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.

Metode vrednovanja koje se zasnivaju na analizi povijesnih troškova nisu korištene, a revizor je smatrao da nisu primjerene jer se radi o djelatnosti u kojoj tržište nagrađuje nematerijalne elemente, i sezonske događaje, za koje ne postoji trošak stjecanja, kao npr: opća turistička atraktivnost, regionalne i svjetske sigurnosne krize, opće informativne i promotivne aktivnosti, dojmovi i mišljenja koji potiču opće trendove i spontane potrošače, namjerni i nenamjerni utjecaji iz okruženja, promjene u prometnim prilikama, kulturni događaji, pojava sakralnih ili drugih objekata, efekti okoliša i ekološki poticaji, supstitucijski utjecaji iz drugih industrija i sl.

Trenutna tržišna (prosječna) ili posljednja spot vrijednost nije primjerena za izračun bilo kakvog omjera zamjene dionica zbog izrazito plitkog tržišta za ove dionice na postojećem financijskom tržištu, kao i zbog postojećeg općeg problema financijskog tržišta sada.

OMJERI ZAMJENE DIONICA

10. Iz razloga opisanih gore metoda diskontiranih novčanih tijekova odabrana je kao najprimjerenija za utvrđivanje omjera zamjene dionica.
Temeljem tako usklađenih strukturnih i vrijednosnih kriterija kapitali iskazani u financijskim izvještajima društava na dan 31.12.2010. spajaju se (neto imovina društava Rabac d.d. i Zlatni Otok d.d. pribraja se neto imovini Riviere Poreč d.d.) u iznosima iskazanim u tim financijskim revidiranim izvještajima.
11. Koristeći i poštujući sve relevantne podatke iz revidiranih financijskih izvještaja društava na dan 31. prosinca 2010. godine, Uprave društava obavile su detaljni izračun zamjene dionica na temelju vrednovanja svakog društva po metodi diskontiranih novčanih tijekova i ugovorile zamjenu dionica kako slijedi.

Društvo preuzimatelj će vlasnicima dionica društva Rabac d.d. zamijeniti dionice nominalne vrijednosti 370 kn, u omjeru 24,59:1 sa dionicama društva preuzimatelja, nominalne vrijednosti 10 kn.

Društvo preuzimatelj će vlasnicima dionica društva Zlatni otok d.d. zamijeniti dionice nominalne vrijednosti 360 kn, u omjeru 24,01:1 sa dionicama društva preuzimatelja, nominalne vrijednosti 10 kn.

Dionički kapital društva preuzimatelja, Riviera Poreča d.d., nakon pripajanja podijeljen je na uvećani broj dionica. Broj dionica nakon promjene nominalne vrijednosti a prije pripajanja iznosio je 73.070.340, te se uvećava za 33.476.000 dionica, koje se izdaju u zamjenu za dionice pripojenih društava.

U nastavku je prikazana struktura kapitala društva Riviera Poreč d.d., nakon pripajanja i realizacije Ugovora o pripajanju:

<i>u kunama</i>	Riviera Poreč d.d.
Dionički kapital	1.065.463.400
Broj dionica nakon pripajanja	106.546.340
	10
Nominalna vrijednost dionica	

ZAKLJUČAK

Provedenom revizijom Ugovora o pripajanja trgovačkih društava Rabac d.d. i Zlatni Otok d.d. društvu Riviera Poreč d.d., potvrđujemo sljedeće:

1. Pregledali smo Ugovor o pripajanju i Izvješća 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. Nismo našli mogućnosti ni opravdanja za primjeni neke druge metode za utvrđivanje omjera zamjene zbog nepostojanja upotrebljivih podatka. Dok metoda knjigovodstvenih vrijednosti ne sadrži odliku tržišta kapitala, koja je u ovom pripajanju bitna.
4. Temeljem primijenjene metode diskontiranih novčanih tijekova ispravno je utvrđen sljedeći omjer zamjene dionica:

Riviera Poreč d.d.	zadržavanje postojećih dionice
Rabac d.d.	1 : 24,59
Zlatni Otok d.d.	1 : 24,01

5. Usuglašenim nacrtom Ugovora o pripajanju od 02.05.2010. godine 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, 13. svibnja 2011. godine

Potpis


PRICEWATERHOUSECOOPERS
za reviziju i konzalting d.o.o.3
ZAGREB, Aleksandra von Humboldta 4

Dr.sc. Ivo Bijelić
Ovlašteni revizor