

**DUKAT d.d.**

**Izvešće o primjerenosti otpremnine u postupku istiskivanja  
manjinskih dioničara**

## Sadržaj

Izvešće neovisnog revizora i Dodatak 1

1 - 8

Prilog 2 – Izvešće Glavnog dioničara

## Izvešće neovisnog revizora s izražavanjem razumnog uvjerenja

**Dioničarima društva Dukat d.d.**

### Predmet ispitivanja

Na temelju odredbi odjeljka 5.b (članci 300.f do 300.k) Zakona o trgovačkim društvima i ugovora zaključenog s glavnim dioničarem B.S.A. International S.A. („Glavni dioničar“) ciljnog društva Dukat d.d. („Ciljno društvo“), obavili smo angažman s izražavanjem razumnog uvjerenja o razmatranom postupku prijenosa dionica manjinskih dioničara Glavnom dioničaru uz plaćanje otpremnine i primjerenosti otpremnine koja se treba isplatiti manjinskim dioničarima, kako je navedeno u izvješću Glavnog dioničara („Izvešće dioničara“).

### Kriteriji izvještavanja

Primjenjivi kriteriji izvještavanja za utvrđivanje je li otpremnina koja se treba isplatiti manjinskim dioničarima primjereno odmjerena u skladu s odredbama odjeljka 5.b Zakona o trgovačkim društvima uključuju sljedeće:

- metode za određivanje primjerene otpremnine bile su primjerene i obrazložena je primjerenosti upotrebljenih metoda;
- ako je primijenjeno više metoda, dano je odgovarajuće objašnjenje o tome do kojeg se iznosa otpremnine došlo primjenom pojedine metode i koji je značaj dan pojedinim metodama za utvrđivanje predložene primjerene otpremnine; i
- ako su se pojavile posebne teškoće pri procjeni vrijednosti društva, one su na odgovarajući način prikazane i obrazložene u izvješću dioničara.

### Odgovornosti Glavnog dioničara

Glavni dioničar odgovoran je za:

- sastavljanje Izvešća dioničara u skladu sa zahtjevima članka 300.h (2) Zakona o trgovačkim društvima,
- procjenu vrijednosti dionica Ciljnog društva,
- odabir i primjenu odgovarajućih metoda procjene vrijednosti, kao i donošenje prosudbi i procjena koje su razumne u odnosu na određivanje primjerene otpremnine i informacija objavljenih u Izvješću dioničara, i za
- izvještavanje o primjerenoj otpremnini koja se treba isplatiti manjinskim dioničarima i primijenjenim pretpostavkama u vezi s prijenosom dionica u skladu s odredbama članka 300.h Zakona o trgovačkim društvima.

Glavni dioničar je odgovoran za dostavu sve prateće dokumentacije i objašnjenja procjenitelju, koji su potrebni za određivanje primjerene otpremnine, a odgovoran je i za održavanje sustava internih kontrola koji osigurava da Informacije iznesene u Izvješću dioničara ne sadrže materijalne greške, bilo zbog prijevare ili pogreške.

---

### Naše odgovornosti

Naše odgovornosti uključuju:

- planiranje i obavljanje posla u svrhu stjecanja razumnog uvjerenja o tome je li otpremnina navedena u Izvješću dioničara primjereno određena, u svim značajnim odrednicama, u skladu sa zahtjevima navedenim u odjeljku 5.b (članci 300. f. do 300.g) Zakona o trgovačkim društvima.
- donošenje neovisnog zaključka na temelju provedenih postupaka i pribavljenih dokaza; te
- izvještavanje dioničara Ciljnog društva o našem zaključku.

Ovo je izvješće, uključujući naše zaključke, sastavljeno isključivo za dioničare Ciljnog društva u skladu s ugovorom koji smo sklopili s Glavnim dioničarem, kao pomoć Glavnom dioničaru u ispunjavanju zahtjeva članka 300.h Zakona o trgovačkim društvima. U najvećoj mjeri dopuštenoj zakonom, ne prihvaćamo i ne preuzimamo odgovornost za naš rad ili ovo izvješće prema drugima osim prema Glavnom dioničaru i postojećim dioničarima Ciljnog društva od datuma ovog izvješća, izuzev u slučajevima gdje smo takve uvjete izričito dogovorili u pisanom obliku.

---

### Primijenjeni profesionalni standardi i razina uvjerenja

Obavili smo angažman s izražavanjem razumnog uvjerenja u skladu s Međunarodnim standardom za angažmane s izražavanjem uvjerenja 3000 (izmijenjen) „Angažmani s izražavanjem uvjerenja različiti od revizija ili uvida povijesnih financijskih informacija“ koji je izdao Odbor za međunarodne standarde revidiranja i izražavanja uvjerenja.

---

### Naša neovisnost i kontrola kvalitete

Ispunili smo zahtjeve neovisnosti i druge etičke zahtjeve Kodeksa etike za profesionalne računovođe koji je izdao Odbor za međunarodne standarde etike za računovođe i koji se temelji na načelima integriteta, objektivnosti, profesionalne kompetentnosti i dužne pažnje, povjerljivosti i profesionalnom ponašanju.

Primjenjujemo Međunarodni standard za kontrolu kvalitete 1 i, u skladu s tim, održavamo sveobuhvatan sustav kontrole kvalitete, uključujući dokumentirane politike i postupke u vezi s poštivanjem etičkih zahtjeva, profesionalnih standarda i primjenjivih zakonskih i regulatornih zahtjeva.

---

### Sažetak obavljenog posla

U vezi s predmetom ispitivanja obavili smo sljedeće postupke:

- postavili smo upite Glavnom dioničaru i drugim osobama u svrhu stjecanja razumijevanja postupka prijenosa dionica manjinskih dioničara i postupka primijenjenog u sastavljanju Izvješća dioničara;
- pregledali smo prateću pravnu i ostalu dokumentaciju sastavljenu u svrhu provođenja postupka prijenosa dionica manjinskih dioničara;
- stekli smo razumijevanje o primijenjenim metodama procjene vrijednosti i razlozima zašto nisu primijenjene druge moguće metode procjene vrijednosti u određivanju primjerene otpremnine te određivanju vrijednosti dionica i o temeljnim ključnim pretpostavkama;
- utvrdili smo da se povijesni financijski podaci koji su korišteni kao ulazni podaci u modelima procjene vrijednosti temelje na revidiranim ili objavljenim financijskim podacima Ciljnog društva i provjerili smo matematičku točnost modela procjene vrijednosti.

Analiza mogućih i primijenjenih metoda procjene vrijednosti za određivanje fer vrijednosti dionica Ciljnog društva na dan 30. lipnja 2020. godine, rezultati analize i razlozi za njezinu primjenu opisani su u Dodatku 1. ovom izvješću u skladu sa zahtjevima članka 300.h (2).

Priroda i opseg naših postupaka utvrđeni su na temelju naše procjene rizika i naše stručne prosudbe kako bismo stekli razumno uvjerenje.

Vjerujemo da su dokazi koje smo dobili dostatni i primjereni te da čine odgovarajuću osnovu za naš zaključak.

#### Zaključak s izražavanjem razumnog uvjerenja

Prema našem mišljenju, otpremnina navedena u Izvješću dioničara primjereno je određena, u svim značajnim odrednicama, u skladu sa zahtjevima navedenim u odjeljku 5.b i članku 481.a Zakona o trgovačkim društvima.

#### **Inherentna ograničenja**

Sastavljanje Izvješća dioničara se do određene mjere temelji na prosudbama, jer uzima u obzir kvalitativne i kvantitativne aspekte i zahtijeva primjenu procjena, uključujući, ali ne ograničavajući se na, postizanje dugoročnih mjera uspjeha i financijskih planova korištenih u modelima procjene vrijednosti i sl.

Nadalje, na temelju obavljenih i gore opisanih postupaka, ovo je izvješće s izražavanjem razumnog uvjerenja, te njegova namjena nije, niti ono predstavlja, pravno mišljenje o usklađenosti Glavnog dioničara i/ili Ciljnog Društva s člancima 300.f do 300.k Zakona o trgovačkim društvima ili drugim zakonskim propisima.

*PricewaterhouseCoopers d.o.o.*  
PricewaterhouseCoopers d.o.o.  
Zagreb, 10. studenog 2020.



Tamara Mačašović,  
Član Uprave i ovlašteni revizor



PricewaterhouseCoopers d.o.o.<sup>4</sup>  
za reviziju i konzalting  
Zagreb, Heinzelova 70

## **Dodatak 1**

### **I. Okvir**

Primjenjivi kriteriji izvještavanja za utvrđivanje je li otpremnina koja se treba isplatiti manjinskim dioničarima primjereno određena u skladu s odredbama odjeljka 5.b Zakona o trgovačkim društvima uključuju sljedeće:

- metode za određivanje primjerene otpremnine bile su primjerene i obrazložena je primjerenost metoda;
- ako je primijenjeno više metoda, dano je odgovarajuće objašnjenje o tome do koje se primjerene otpremnine došlo primjenom pojedine metode i koji je značaj dan pojedinim metodama za utvrđivanje predložene primjerene otpremnine; i
- ako su se pojavile posebne teškoće pri procjeni vrijednosti društva, one su na odgovarajući način prikazane i obrazložene u Izvješću dioničara.

### **II. Utvrđivanje primjerene otpremnine i primijenjene metode procjene vrijednosti**

Kako bi se utvrdio iznos primjerene otpremnine po dionici koji će se isplatiti manjinskim dioničarima Ciljnog društva za njihove dionice, Glavni dioničar angažirao je procjenitelja, tvrtku Mazars za procjenu vrijednosti dionica Ciljnog društva na dan 30. lipnja 2020. godine, datum zadnjih javno dostupnih polugodišnjih financijskih informacija. Na temelju te vrijednosti, Glavni dioničar odredio je iznos otpremnine po dionici Ciljnog društva, koji će se isplatiti manjinskim dioničarima Ciljnog društva u iznosu od 928 kuna po dionici kako je navedeno u Izvješću dioničara.

Procjena se temeljila na pristupu koji uključuje više kriterija, pri čemu su primijenjene različite metode procjene vrijednosti kako bi se utvrdila fer (tržišna) vrijednost dionica Ciljnog društva. Dvije glavne primijenjene metode procjene vrijednosti uključuju procjenu vrijednosti metodom diskontiranog novčanog toka (pod prihodovnim pristupom) i metodom trgovinskih multiplikatora (pod tržišnim pristupom). Procjena vrijednosti analizom cijene dionica i metodom multiplikatora usporedivih transakcija korištene su samo u informativne svrhe.

Procjena vrijednosti metodom diskontiranog novčanog toka rezultirala je iznosom od 1.036 kuna po dionici dok je procjena vrijednosti metodom trgovinskih multiplikatora rezultirala iznosom od 819 kuna po dionici što daje srednju vrijednost od 928 kuna po dionici koja je određena kao primjerena otpremnina za prijenos dionica manjinskih dioničara Glavnom dioničaru. Korištena je srednja vrijednost budući da je utvrđeno da svaka od ove dvije metode procjene vrijednosti ima isti ponder u svrhu određivanja fer vrijednosti dionice Ciljnog društva.

### **III. Primijenjene metode procjene vrijednosti**

#### **a) Metoda diskontiranog novčanog toka**

Metodom diskontiranog novčanog toka procjenjuje se neto poslovna imovina određenog društva (imovina koja se koristi u aktivnosti koja je predmet procjene) na temelju očekivanih budućih poslovnih rezultata društva. Prema ovom pristupu, vrijednost dionica društva izračunava se kao: (i) procijenjeni budući novčani tokovi društva nakon oporezivanja na koje se primjenjuje diskontna stopa kako bi se utvrdila njihova sadašnja vrijednost; umanjeni, odnosno uvećani za (ii) neto financijski dug društva, odnosno neto novčanu poziciju društva. Korištena diskontna stopa odnosi se na ponderirani prosječni trošak kapitala, koji predstavlja prosječnu godišnju stopu povrata koju dioničari i kreditori očekuju u zamjenu za ulaganje u društvo. On odražava inherentni rizik društva i rizik njegovog poslovanja. U izračunu diskontiranog novčanog toka potrebno je procijeniti normativni novčani tok na kraju eksplicitnih projekcija poslovnog plana na temelju kojeg se izračunava terminalna vrijednost (koja odgovara procijenjenoj vrijednosti neograničenog poslovanja društva).

Metoda diskontiranog novčanog toka odabrana je kao prva metoda procjene budući da se smatra najtočnijom i najpouzdanijom metodom za procjenu vrijednosti poslovanja. Ova metoda omogućuje da se u procjeni odraze očekivani rezultati poslovanja (stopa rasta, stabilnost rezultata i slično), što je važno za procjenu vrijednosti Ciljnog društva, s obzirom na dugoročnu prirodu poslovanja.

Značajni nedostatak ove metode je velika osjetljivost na ključne pretpostavke kao što su one korištene za izradu poslovnog plana, pretpostavke za izračun diskontne stope i metoda korištena za određivanje terminalne vrijednosti.

Ključne pretpostavke korištene u metodi diskontiranog novčanog toka bile su sljedeće:

- (i) Ponderirani prosječni trošak kapitala od 9,45%. Ova je stopa procijenjena pomoću američkih tržišnih parametara, prilagođenih profilu rizika Hrvatske kroz premiju za rizik zemlje. Nadalje, zbog nedostatka likvidnosti dionica Ciljnog društva, ponderirani prosječni trošak kapitala uključuje premiju rizika likvidnosti. Ključni parametri koji su pritom korišteni bili su kako slijedi:

- Bez-rizična stopa (Risk-Free Rate): 1.0%
- Premija vlasničkog rizika (equity risk premium): 7,8%
- Beta: 0.52x
- Premija za rizik zemlje (Country Risk Premium): 4,4%
- Premija za likvidnost (Liquidity premium): 3,2%
- Koeficijent zaduženosti (Gearing): 0.0%

(ii) normativnu stopu poreza na dobit u Hrvatskoj od 18%;

(iii) normativnu dugoročnu stopu rasta od 1,18%, koja odgovara inflaciji u Hrvatskoj;

(iv) normativnu dobit prije kamata, poreza i amortizacije (EBITDA) maržu od 8,5%, u skladu s povijesnim maržama Ciljnog društva; i

(v) Normativni radni kapital u visini 5,1% prihoda od prodaje, u skladu s povijesnim razinama radnog kapitala Ciljnog društva.

Analize osjetljivosti izrađene su na temelju +/- 100 baznih poena prosječnog ponderiranog troška kapitala i +/- 50 baznih poena normativne EBITDA marže (terminalno razdoblje) te navedeno nije rezultiralo iznosima izvan raspona rezultata procjene.

### **Rezultat procjene**

Metodom diskontiranog novčanog toka procijenjeni su diskontirani budući novčani tokovi Ciljnog društva u rasponu od 1.983 milijuna kuna do 2.841 milijuna kuna na dan 30. lipnja 2020. godine. Uzimajući 2.356 milijuna kuna kao srednju vrijednost i uzimajući u obzir neto novčanu poziciju Ciljnog društva od 751 milijuna kuna na dan 30. lipnja 2020. godine, vrijednost kapitala Ciljnog društva na temelju ove metode utvrđena je u iznosu od 3.107 milijuna kuna ili **1.036 kuna po dionici**.

### **b) Metoda procjene pomoću trgovinskih multiplikatora**

Metoda procjene pomoću trgovinskih multiplikatora odabrana je kao druga metoda procjene vrijednosti. Metoda procjene pomoću trgovinskih multiplikatora analogni je pristup koji se temelji na trgovinskim multiplikatorima za usporediva društva koja kotiraju na burzi.

Ovi su multiplikatori primijenjeni na skupu podataka analiziranog društva kako bi se izračunala njegova vrijednost.



Ova metoda zahtjeva identifikaciju relevantnog uzorka usporedivih društava koja kotiraju na burzi, barem u pogledu djelatnosti, usprkos potencijalnim značajnim razlikama u razvoju

Identificiran je relevantni uzorak, barem u pogledu djelatnosti, iako su postojale razlike u veličini i diverzifikaciji aktivnosti. Uzorak je obuhvaćao sljedećih 9 društava koja kotiraju na burzi: Danone, Emmi, Kerry Group, PZ Cussons, Glanbia, Fromagerie Bel, Savencia, Unibel i Nestlé.

Multiplikatori koji su korišteni za ovu metodu, a koji su općenito izvedeni iz društava usporedivih s Ciljnim društvom su kako slijedi: (i) multiplikatori prodaje, (ii) multiplikatori EBITDA (dobit prije kamata, poreza i amortizacije) i (iii) EBIT-a (dobit prije kamata i poreza).

#### **Rezultat procjene**

Uzimajući u obzir pozitivnu neto novčanu poziciju Ciljnog društva od 751 milijuna kuna na dan 30. lipnja 2020. godine, maksimalna i minimalna vrijednost kapitala Ciljnog društva korištenjem ovih multiplikatora bile su:

- (i) Maksimalna vrijednost kapitala: 2.607 milijuna kuna (tj. 869 kuna po dionici), procijenjena pomoću multiplikatora prodaje;
- (ii) Minimalna vrijednost kapitala: 2.308 milijuna kuna (tj. 769 kuna po dionici), procijenjena pomoću EBIT multiplikatora.

Srednja vrijednost utvrđena ovom metodom određena je u iznosu od **819 kuna po dionici**.

#### ***IV. Metode procjene vrijednosti primijenjene samo u informativne svrhe***

Metode analize cijene dionica i multiplikatora usporedivih transakcija primijenjene su samo u informativne svrhe iz razloga opisanih u tekstu koji slijedi.

##### **a) Analiza cijene dionica**

Ova se metoda sastoji od analize cijene dionice društva radi utvrđivanja vrijednosti dionica društva kojima se slobodno trguje. Analiza cijene dionica Ciljnog društva napravljena na 30. lipnja 2020. godine fokusirana je na raspon između 599 kuna i 670 kuna po dionici, što odgovara 12-mjesečnoj ponderiranoj prosječnoj cijeni svake dionice i njezinoj trenutnoj (spot) cijeni. Srednja vrijednost navedenog raspona je 634 kune po dionici. Navedena srednja vrijednost korištena je samo u informativne svrhe s obzirom na povijesno nisku likvidnost dionice Ciljnog društva i ograničenu razinu dionica u slobodnoj prodaji.

##### **b) Metoda multiplikatora usporedivih transakcija**

Ova se metoda temelji na izvedenim multiplikatorima nedavnih transakcija provedenih u poslovnom sektoru društva koje je predmet procjene vrijednosti (stjecanje većinskog ili manjinskog udjela u usporedivim društvima). Ti se izvedeni multiplikatori zatim primjenjuju na skup podataka društva koje je predmet procjene vrijednosti.

Ova je metoda primijenjena samo u informativne svrhe zbog ograničenog broja usporedivih transakcija (utvrđene su samo transakcije koje se odnose na 3 ciljna društva u Litvi: Auga Group AB, AB Zemaityjos pienas i Rokiškio Suris AB) te budući da njihova usporedivost nije usklađena s Ciljnim društvom. Dodatno, postoje neizvjesnosti u svezi kvalitete i pouzdanosti raspoloživih informacija budući da su ovakve transakcije u velikoj mjeri povjerljive. Konačno, ova se metoda temelji na transakcijama prije pandemije Covid-19 koje ne reflektiraju trenutne uvjete na tržištu. Srednja vrijednost utvrđena ovom metodom (korištenjem (i) multiplikatora prodaje, (ii) multiplikatora EBITDA (dobit prije kamata, poreza i amortizacije) i (iii) EBIT-a (dobit prije kamata i poreza)), a koja je korištena samo u informativne svrhe iznosila je 1.024 kune po dionici.



## **V. Metode procjene vrijednosti koje nisu primijenjene**

Sljedeće metode nisu primijenjene u procjeni vrijednosti cijene dionice Ciljnog društva:

- **Metoda revalorizirane neto vrijednosti imovine:** Metoda revalorizirane neto vrijednosti imovine (RNAV) sastoji se od procjene vrijednosti društva na temelju tržišnih vrijednosti različite imovine i obveza evidentiranih u bilanci društva. Tržišne vrijednosti utvrđuju se primjenom nerealiziranih dobitaka umanjenih za porez i nerealiziranih gubitaka na neto knjigovodstvenu vrijednost.

*Razlozi za neprimjenu:* ova se metoda često koristi za procjenu vrijednosti društava kao što su holding društva i društva za ulaganje u nekretnine, a posebno se koristi za društva čija glavna imovina ima vrijednost na neovisnom tržištu, a njihova se poslovna aktivnost uglavnom odnosi na stjecanje i otuđenje te imovine. Budući da to nije slučaj za Ciljno društvo, ova metoda nije korištena.

- **Metoda diskontiranja dividende (DDM):** ova metoda sastoji se u procjeni vrijednosti kapitala društva diskontiranjem priljeva od dividendi dostupnih njegovim dioničarima.

*Razlozi za neprimjenu:* Ova metoda nije primijenjena jer zahtijeva kontinuiranu politiku isplaćivanja dividende, što nije primjenjivo u slučaju Ciljnog društva.

- **Procjene ciljanih cijena od strane brokera:** ova metoda sastoji se u određivanju vrijednosti društva na temelju ciljanih cijena koje objavljuju financijski analitičari (brokери).

*Razlozi za neprimjenu:* Ne postoji dovoljan broj analitičara koji redovito prate vrijednost dionica Ciljnog društva te se u tim uvjetima ova metoda nije mogla primijeniti.

- **Nedavne transakcije kapitalom društva:** ova metoda sastoji se od procjene vrijednosti društva uzimajući u obzir nedavne značajne transakcije s njegovim kapitalom (isključujući analizu cijena dionica, što je zaseban kriterij procjene).

*Razlozi za neprimjenu:* ova se metoda nije primijenila jer nije bilo nedavnih značajnih transakcija koje uključuju kapital Ciljnog društva. Posljedično je ova metodologija isključena.

## **VI. Ograničenja procjene vrijednosti**

Izvešće o procjeni vrijednosti koje je izradio procjenitelj, društvo Mazars (nadalje: „Procjenitelj“) uključuje sljedeća ograničenja:

- **Neto financijski dug i izračun radnog kapitala:**

Neto financijski dug i radni kapital koji je korišten u procjeni vrijednosti odgovara definiciji ovih elemenata na temelju javno dostupnih informacija prezentiranih u financijskim izvještajima Ciljnog društva na dan 30. lipnja 2020. godine, koji su nerevidirani. Relevatnost i konzistentnost ovih definicija Procjenitelj je potvrdio u razgovorima sa upravom Ciljnog društva početkom listopada 2020. godine;

- **Poslovni plan:**

Procjenitelj je koristio poslovni plan koji se temelji na skupu pretpostavki koje su raspravljene i potvrđene od strane uprave Ciljnog društva početkom listopada 2020. godine (umjesto korištenja poslovnog plana pripremljenog i dostavljenog od strane Ciljnog društva);

- **COVID-19:**

Procjena vrijednosti se temelji na tržišnim, ekonomskim i financijskim uvjetima koji su se mogli procijeniti na dan 30. lipnja 2020. godine. Međutim, od kraja siječnja 2020. godine pandemija COVID-19 zahvatila je cijeli svijet. Ova je pandemija snažno utjecala na gospodarstva brojnih zemalja i dovela je do toga da se prognoze rasta revidiraju na niže. U ovoj je fazi teško precizno predvidjeti budući utjecaj navedenog na financijske rezultate Ciljnog društva budući da kriza još uvijek traje. Međutim, procjenitelj je održao određene razgovore s upravom Ciljnog društva na tu temu, te se prema makroekonomskim prognozama zaključilo da bi se vidljivi oporavak rezultata iz 2019. godine mogao postići 2022. godine. Stoga se u procjeni vrijednosti razmotrio specifičan utjecaj krize na Ciljno društvo i to na temelju prethodno opisane pretpostavke o oporavku.



**Prilog 2 – Izvješće Glavnog dioničara**

**PISANO IZVJEŠĆE GLAVNOG DIONIČARA O PRETPOSTAVKAMA  
ZA PRIJENOS DIONICA MANJINSKIH DIONIČARA DRUŠTVA,  
UZ OBRAZLOŽENJE PRIMJERENOSTI OTPREMNINE**

10. studenog 2020. godine

## **SADRŽAJ**

1. UVOD .....	3
2. ZAKONSKI OKVIR ZA PRIJENOS DIONICA MANJINSKIH DIONIČARA .....	4
3. RAZLOZI ZA PRIJENOS DIONICA MANJINSKIH DIONIČARA .....	6
4. PREDLOŽENI IZNOS OTPREMNINE .....	6
5. ZAKLJUČAK .....	11

## 1. UVOD

Sukladno odredbi članka 300.f Zakona o trgovačkim društvima (Narodne novine br. 111/1993, 34/1999, 121/1999, 52/2000, 118/2003, 107/2007, 146/2008, 137/2009, 111/2012, 125/2011, 68/2013, 110/2015, 40/2019; "**Zakon o trgovačkim društvima**"), B.S.A. International S.A., društvo osnovano u skladu s propisima Kraljevine Belgije kao dioničko društvo (*Société Anonyme*), sa sjedištem u Rue des Vétérinaires 42F, 1070 Anderlecht, Kraljevina Belgija, upisano u Registar pravnih osoba u Bruxellesu kod *Crossroads Bank for Enterprises*, pod registarskim brojem društva 0443.205.173, OIB 04147642024 (u nastavku: "**Glavni dioničar**"), je dana 10. studenog 2020.g. odlučilo podnijeti zahtjev upravi društva DUKAT mliječna industrija, dioničko društvo osnovano u Republici Hrvatskoj, sa sjedištem na adresi Marijana Čavića 9, 10000 Zagreb, upisano u sudski registar Trgovačkog suda u Zagrebu pod brojem (MBS) 080307619, OIB 25457712630, EUID HRSR.080307619 (u nastavku: "**Društvo**"), radi sazivanja glavne skupštine Društva ("**Glavna skupština**") i predložiti Glavnoj skupštini donošenje odluke o prijenosu dionica manjinskih dioničara Društva na Glavnog dioničara, uz plaćanje manjinskim dioničarima Društva primjerene otpremnine u novcu.

Temeljni kapital Društva iznosi 300.000.000,00 kuna i podijeljen je na 3.000.000 redovnih dionica koje glase na ime, svaka pojedinačnog nominalnog iznosa od 100,00 kuna, koje su sve izdane u nematerijaliziranom obliku te su kao takve registrirane u računalnom sustavu Središnjeg klirinškog depozitarnog društva d.d., Heinzelova 62a, Zagreb ("**SKDD**") pod oznakom LURA-R-A (ISIN HRLURARA0003, CFI oznaka ESVUFR) (u nastavku: "**Dionice**").

Postoji 197 vlastitih Dionica (tj. Dionica koje drži Društvo) koje (i) ne daju pravo glasa na Glavnoj skupštini i (ii) koje, sukladno odredbama članka 474. stavka 2., a u vezi s člankom 300.f stavkom 2. Zakona o trgovačkim društvima, treba odbiti od iznosa temeljnog kapitala pri utvrđivanju drži li Glavni dioničar dionice koje predstavljaju najmanje 95% temeljnog kapitala Društva. Stoga, ukupan broj Dionica koje daju pravo glasa na Glavnoj skupštini iznosi 2.999.803 Dionice.

Glavni dioničar drži ukupno 2.859.923 Dionica (ukupnog nominalnog iznosa 285.992.300,00 kuna) koje, sukladno odredbama članka 474. stavka 2., a u vezi s člankom 300.f stavkom 2. Zakona o trgovačkim društvima, predstavljaju 95,33% ukupnog temeljnog kapitala Društva i koje daju pravo na 95,33% glasova od ukupnog broja glasova na Glavnoj skupštini.

S druge strane, manjinski dioničari Društva (ne uključujući vlastite dionice Društva) drže ukupno 139.880 Dionica (ukupnog nominalnog iznosa od 13.988.000,00 kuna) koje predstavljaju 4,66% ukupnog temeljnog kapitala Društva te daju pravo na 4,66% glasova od ukupnog broja glasova na Glavnoj skupštini.

Sukladno odredbi Članka 300.h Zakona o trgovačkim društvima, Glavni dioničar mora Glavnoj skupštini podnijeti pisano izvješće u kojem iznosi pretpostavke potrebne za prijenos dionica manjinskih dioničara te koje sadrži obrazloženje primjerenosti predložene otpremnine. Primjerenost otpremnine mora ispitati vještak kojeg na zahtjev Glavnog dioničara imenuje Trgovački sud nadležan prema sjedištu Društva.

U svrhu određivanja primjerenog iznosa otpremnine koja se ima isplatiti manjinskim dioničarima Društva, Glavni dioničar zatražio je da ga društvo Mazars ("**Prvi vještak**") izvijesti o fer vrijednosti Dionica, na temelju čega je Glavni dioničar utvrdio fer vrijednost iznosa otpremnine po Dionici koja se ima platiti manjinskim dioničarima Društva.

Nadalje, društvo PricewaterhouseCoopers d.o.o. za reviziju i konzalting, sa sjedištem u Zagrebu, na adresi Heinzelova 70, upisano u sudski registar Trgovačkog suda u Zagrebu pod brojem (MBS) 080238978, OIB 81744835353 ("**Neovisni vještak**") imenovano je od strane Trgovačkog suda u Zagrebu (Rješenje broj R1-143/2020 od 17. srpnja 2020. godine; "**Rješenje**") kako bi ispitalo primjerenost utvrđene otpremnine po Dionici sukladno članku 300.h stavku 2. Zakona o trgovačkim društvima te je navedeno društvo u svom izvješću potvrdilo da je iznos otpremnine utvrđen od strane Glavnog dioničara primjeren.

Rješenje Trgovačkog suda o imenovanju Neovisnog vještaka je priloženo ovom Izvješću i čini njegov sastavni dio. Izvješće Neovisnog vještaka o ispitivanju primjerenosti otpremnine po Dionici dostavljeno je Društvu zajedno s ovim Izvješćem te je kao takvo dostupno na uvid svim dioničarima Društva.

## **2. ZAKONSKI OKVIR ZA PRIJENOS DIONICA MANJINSKIH DIONIČARA**

Kao što je već navedeno u uvodu ovog Izvješća, Glavni dioničar drži 2.859.923 Dionice. Uzimajući u obzir da je pojedinačni nominalni iznos Dionice 100,00 kuna, ukupni nominalni iznos Dionica koje drži Glavni dioničar iznosi 285.992.300,00 kuna.

Temeljni kapital Društva iznosi 300.000.000,00 kuna i podijeljen je na 3.000.000 Dionica.

Društvo drži 197 vlastitih Dionica koje (i) ne daju pravo glasa na Glavnoj skupštini i (ii) koje, sukladno odredbama članka 474. stavka 2., a u vezi sa člankom 300.f stavkom 2. Zakona o trgovačkim društvima, treba odbiti od iznosa temeljnog kapitala pri utvrđivanju drži li Glavni dioničar dionice koje predstavljaju najmanje 95% temeljnog kapitala Društva. Stoga, ukupan iznos Dionica koje daju pravo glasa na Glavnoj skupštini iznosi 2.999.803 Dionice.

Na dan 16. listopada 2020. godine Društvo je imalo ukupno 364 dioničara (ne uključujući Društvo kao imatelja vlastitih Dionica). Na isti datum manjinski dioničari Društva (ne uključujući vlastite Dionice) držali su ukupno 139.880 Dionica (ukupne nominalne vrijednosti 13.988.000,00 kuna) što predstavlja 4,66% temeljnog kapitala Društva i daje pravo na 4,66% glasova od ukupnog broja glasova na Glavnoj skupštini. Istovremeno 9 (devet) najvećih (po broju Dionica koje drže) manjinskih dioničara drži 32.254 Dionice, što ukupno predstavlja 1,07%, dok ostalih 355 manjinskih dioničara Društva (uključujući Društvo sa svojim vlastitim Dionicama) (i) svaki drži Dionice koje se odnose na ili manje od 0,04% temeljnog kapitala Društva i (ii) ukupno drže Dionice koje se odnose na 3,6% temeljnog kapitala Društva.



Dionička struktura Društva na dan 16. listopada 2020. godine:

Broj	Ime dioničara Društva	Broj Dionica	% temeljnog kapitala Društva
1.	B.S.A. INTERNATIONAL	2.859.923	95,33
2.	RADIĆ ANTUN	6.472	0,22
3.	FLORIČIĆ KRISTIJAN	5.211	0,17
4.	DROPUČIĆ VERICA	4.632	0,15
5.	HPB d.d.	4.349	0,14
6.	DEVČIĆ MARIJA	3.997	0,13
7.	VLAINIĆ PERO	3.203	0,11
8.	BRADVICA MISLAV	1.730	0,06
9.	POSUDA ŽELJKO	1.408	0,05
10.	GAŠPAR ĐURĐICA	1.252	0,04
11.	OSTALI MANJINSKI DIONIČARI	107.823	3,6

**UKUPNO:**

**3.000.000**

**100,00%**

Odredbe članka 300.f Zakona o trgovačkim društvima propisuju sljedeće:

*"(1) Glavna skupština može na zahtjev dioničara koji ima dionice koje se odnose na najmanje 95% temeljnog kapitala društva (glavnog dioničara) donijeti odluku na temelju koje mu se prenose dionice manjinskih dioničara uz plaćanje tim dioničarima primjerene otpremnine u novcu.*

*(2) Za utvrđenje ima li glavni dioničar dionice koje se odnose na najmanje 95% temeljnog kapitala društva primjenjuje se odredba članka 474. stavka 2. i 4. ovoga Zakona."*

Nadalje, odredbe članka 474. stavka 2. Zakona o trgovačkim društvima predviđa sljedeće:

*"(2) Koliki udio pripada jednome društvu određuje se kod društva kapitala na temelju odnosa nominalnog iznosa udjela koji mu pripada prema ukupnome temeljnome kapitalu drugoga društva, a ako je to društvo izdalo dionice bez nominalnog iznosa brojem tih*

*dionica koje mu pripadaju. Vlastite udjele društva treba odbiti od temeljnoga kapitala. S vlastitim udjelima društva izjednačuju se udjeli koji pripadaju nekome drugome tko ih drži za račun toga društva."*

Na temelju prethodno navedenoga, 2.859.923 Dionice (ukupnog nominalnog iznosa 285.992.300,00 kuna) daju Glavnom dioničaru položaj glavnog dioničara Društva (u smislu gore navedenih odredbi Zakona o trgovačkim društvima) koji drži 95,33% ukupnog temeljnog kapitala Društva te ima pravo na 95,33% glasova od svih glasova na Glavnoj skupštini Društva.

### **3. RAZLOZI ZA PRIJENOS DIONICA MANJINSKIH DIONIČARA**

Glavni dioničar je dio Lactalis grupe društava, svjetskog lidera u mljekarskoj industriji s 80.000 zaposlenih u 94 zemlje. Predloženi prijenos Dionica manjinskih dioničara pokazuje da Glavni dioničar ima povjerenja u, i predan je Društvu i tržištima na kojima ono posluje. Isplata primjerene otpremnine manjinskim dioničarima Društva omogućit će Glavnom dioničaru da kupi Dionice koje ne drži u vlasništvu te da postane 100% vlasnik Društva, što će pojednostaviti vlasničku strukturu Društva.

### **4. PREDLOŽENI IZNOS OTPREMNINE**

Kako je navedeno u uvodu ovog Izvješća, kako bi se utvrdio iznos primjerene otpremnine po Dionici koja se ima isplatiti manjinskim dioničarima Društva za njihove Dionice, Glavni dioničar je zatražio od Prvog vještaka da ga izvijesti o fer vrijednosti Dionica, na temelju čega je Glavni dioničar odredio sljedeći iznos otpremnine po Dionici Društva koja se treba isplatiti manjinskim dioničarima Društva:

*928.00 kuna (devetsto dvadeset osam kuna) za svaku redovnu Dionicu Društva ("Otpremnina").*

#### **4.1 Pristup procjeni**

Procjena Prvog vještaka je temeljena na višekriterijskom pristupu, pri čemu su primijenjene različite metode procjene na stanje od 30. lipnja 2020. godine, datum zadnjih polugodišnjih javno dostupnih financijskih podataka o Društvu, kako bi se ustanovila fer vrijednost Društva. Razmotreno je korištenje više metoda kako bi se utvrdila najprikladnija metoda procjene vrijednosti Društva.

#### **4.2 Metode procjene korištene u informativne svrhe**

Slijedeće dvije metode procjene su razmotrene, međutim korištene su samo u informativne svrhe.

##### **4.2.1 Metoda multiplikatora usporedivih transakcija**

**Opis.** Ova metoda temelji se na impliciranim multiplikatorima transakcija nedavno provedenih u poslovnom sektoru društva koje se procjenjuje (stjecanje većinskog ili

manjinskog udjela u usporedivim društvima). Navedeni implicirani multiplikatori se tada primjenjuju na odgovarajuće financijske kategorije procijenjenog društva.

**Razlog korištenja samo u informativne svrhe.** Identificiran je ograničen broj usporedivih transakcija (samo transakcije koje se odnose na 3 ciljna društva u Litvi: Auga Group AB, AB Zemaitijos pienas and Rokiškio Suris AB), a njihova se usporedivost nije smatrala savršenom. Dodatno, postoje nesigurnosti u pogledu kvalitete i pouzdanosti dostupnih informacija za predmetne transakcije budući da se većinom radi o povjerljivim podacima. Konačno, predmetna metoda se temelji na transakcijama izvršenim prije nastupa Covid-19 okolnosti, koje ne reflektiraju trenutno stanje na tržištu.

Srednja vrijednost ove metode (korištenjem multiplikatora transakcija: (i) prihoda od prodaje, (ii) EBITDA (*Earnings before interest, tax, depreciation and amortization*) i (iii) EBIT (*Earnings before interest and tax*)) rezultirala je iznosom od 1.024,00 kn po Dionici, koji je korišten samo u informativne svrhe.

#### 4.2.2 Metoda analize cijene Dionica

**Opis.** Ova metoda sastoji se u analiziranju trenutne cijene dionica društva da bi se izmjerila vrijednost dionica društva kojima se slobodno trguje.

**Razlog korištenja samo u informativne svrhe.** Analiza cijene Dionica provedena na 30. lipnja 2020.g. uzima u obzir raspon od 599,00 i 670,00 kuna po Dionici, što odgovara 12-mjesečnoj volumenom ponderiranoj prosječnoj cijeni svake Dionice i njenoj promptnoj cijeni (*spot price*). Srednja vrijednost ovog raspona iznosi 634,00 kune po Dionici. Ova srednja vrijednost korištena je samo u informativne svrhe budući da je dionica pokazala povijesno nisku likvidnost i ograničenu razinu prometa dionicama kojima se slobodno trguje (*limited free float turnover rate*).

#### 4.3 Isključene metode procjene

Sljedeće metode procjene je Prvi vještak isključio iz svoje analize.

##### 4.3.1 Revalorizirana neto vrijednost imovine

**Opis.** Metoda revalorizirane neto vrijednosti imovine (*revalued net asset value; RNAV*) sastoji se od vrednovanja društva na temelju tržišne vrijednosti imovine i obveza evidentiranih u bilanci društva. Tržišne vrijednosti imovine i obveza utvrđuju se primjenom nerealizirane dobiti umanjene za porez i nerealizirane gubitke na neto knjigovodstvenu vrijednost.

**Razlog za isključenje.** Ova metoda je najčešće korištena za procjenu društava kao što su holding društva i društva za ulaganje u nekretnine te se primarno koristi za procjenu društava čija glavna imovina ima vrijednost na neovisnom tržištu, a njihova operativna aktivnost se uglavnom odnosi na stjecanje i otuđenje te imovine. To nije slučaj kod Društva.

#### 4.3.2 DDM

**Opis.** Metoda diskontiranja budućih dividendi (metoda diskontiranih dividendi; DDM - *Dividend Discount Method*) se sastoji u procjeni vrijednosti kapitala društva diskontiranjem dividendi dostupnih njenim dioničarima.

**Razlog za isključenje.** Ova metoda zahtijeva stabilnu politiku raspodjele dividendi, što nije slučaj kod Društva.

#### 4.3.3 Ciljne cijene koje procjenjuju brokeri

**Opis.** Ova metoda sastoji se u utvrđenju vrijednosti društva na temelju ciljnih cijena koje javno objavljuju financijski analitičari (brokeri).

**Razlog za isključenje.** Dionice Društva ne prati redovno dovoljan broj analitičara (brokera). Stoga, ova metoda nije primijenjena.

#### 4.3.4 Nedavne transakcije u vezi s kapitalom društva

**Opis.** Ova se metoda sastoji u procjeni društva pozivanjem na nedavne značajne transakcije u odnosu na njegov kapital (isključujući analizu cijene njegove dionice koja je zaseban kriterij procjene).

**Razlog za isključenje.** Nije bilo nedavnih materijalno značajnih transakcija koje uključuju kapital Društva, stoga je ova metoda posljedično isključena.

### 4.4 Primijenjene metode procjene

Dva glavna evaluacijska pristupa koji su korišteni su metoda diskontiranih novčanih tokova (prihodovni pristup) i analogna metoda (tržišni pristup) koja se temelji na multiplikatorima usporedivih društava uvrštenih na redovno tržište (metoda multiplikatora usporedivih društava).

#### 4.4.1 Metoda diskontiranih novčanih tokova

##### Opis metode

Metoda diskontiranih novčanih tokova vrednuje operativnu neto imovinu društva na temelju očekivanog budućeg poslovanja društva. Sukladno tom pristupu, vrijednost dionica društva računa se kao: (i) procijenjeni budućí operativni novčani tokovi društva nakon oporezivanja, na koje se primjenjuje diskontirana stopa kako bi se procijenila njihova trenutna vrijednost; uvećani ili umanjani za (ii) neto financijski dug društva ili neto novčanu poziciju društva. Diskontirana stopa koja se koristi označava ponderirani prosječni trošak kapitala (WACC), koji predstavlja prosječnu godišnju stopu povrata koju očekuju dioničari i kreditori za njihovo ulaganje u društvo. On odražava inherentni rizik društva i njegovog poslovanja. U izračunu diskontiranih novčanih tokova potrebno je procijeniti normativni novčani tok na kraju eksplicitnih projekcija poslovnog plana, iz kojeg se računa terminalna vrijednost (koja odgovara procijenjenoj vremenski neograničenoj vrijednosti društva).

## **Razlozi za odabir metode**

Ova metoda je izabrana kao prva metoda procjene jer se često smatra da predstavlja najtočniju i najpouzdaniju metodu procjene društva. Dolista, ova metoda omogućuje da se u procjeni odrazi očekivani rezultat društva (stopa rasta, stabilnost rezultata, itd.), što je važno za procjenu vrijednosti Društva s obzirom na dugoročnu prirodu poslovanja. Međutim, treba napomenuti kako je slabost ove metode njena visoka osjetljivost na ključne pretpostavke, kao što su one koje se koriste za izradu poslovnog plana, pretpostavke za izračun diskontirane stope i metodu koja se koristi za utvrđivanje terminalne vrijednosti.

## **Glavne pretpostavke koje su primijenjene**

Glavne pretpostavke koje su korištene u metodi diskontiranih novčanih tokova bile su:

- (i) Ponderirana prosječna stopa troška kapitala od 9,45%. Ova stopa procijenjena je korištenjem parametara američkih tržišta, prilagođenih na hrvatski profil rizika pomoću premije rizika države. Nadalje, s obzirom na nedostatak likvidnosti dionica Društva, ponderirani prosječni trošak kapitala uključuje premiju za rizik likvidnosti. Glavni parametri koji su korišteni su:
  - o nerizična stopa: 1,0%
  - o tržišna premija: 7,8%
  - o beta: 0.52x
  - o premija za rizik zemlje: 4,4%
  - o premija likvidnosti: 3,2%
  - o omjer duga prema kapitalu društva (*Gearing*): 0,0%;
- (ii) Hrvatska stopa poreza na dobit u iznosu od 18%;
- (iii) Normativna dugoročna stopa rasta od 1,18%, koja odgovara hrvatskoj inflaciji;
- (iv) Normativna EBITDA marža od 8,5%, koja je usklađena s povijesnim maržama Društva, te
- (v) Normativni obrtni kapital koji predstavlja 5,1% prihoda od prodaje, koji je usklađen sa povijesnom razinom obrtnog kapitala Društva.

Analiza osjetljivosti je provedena s promjenom +/- 100 baznih poena (bps) ponderiranog prosječnog troška kapitala i promjenom +/- 50 baznih poena (bps) normativne (terminalno razdoblje) EBITDA-e i nije rezultirala iznosima koji bi bili izvan raspona rezultata procjene.

## **Rezultat procjene**

Metoda diskontiranih novčanih tokova procijenila je sadašnju vrijednost diskontiranih budućih novčanih tokova Društva u rasponu od 1.983 milijuna do 2.841 milijuna kuna na dan 30. lipnja 2020. godine. Uzimajući iznos od 2.356 milijuna kuna kao srednju vrijednost te uzimajući u obzir neto novčanu poziciju Društva od 751 milijun kuna na dan 30. lipnja 2020. godine, vrijednost vlasničkog kapitala Društva korištenjem ove metode utvrđena je na iznos od 3.107 milijuna kuna (odnosno 1.036,00 kuna po Dionici).

#### **4.4.2 Metoda multiplikatora usporedivih društava**

##### **Opis metode**

Metoda multiplikatora usporedivih društava je izabrana kao druga metoda procjene. Metoda multiplikatora usporedivih društava je pristup koje se temelji na multiplikatorima usporedivih društava čije dionice kotiraju na burzi.

Multiplikatori se primjenjuju na odgovarajuće financijske kategorije društva koje se analiziraju kako bi se izračunala njegova vrijednost.

Metoda zahtijeva određivanje relevantnog uzorka usporedivih društava čije dionice kotiraju na burzi, barem u pogledu aktivnosti unatoč potencijalno značajnoj razlici u razvoju između društava.

##### **Razlozi za odabir metode**

Ova metoda odražava trenutne tržišne uvjete u sektoru, uzimajući u obzir njihove valuacije. Stoga, navedeno predstavlja korisnu usporedivu metodu uz metodu diskontiranog novčanog toka, pružajući perspektivu koja koristi vrijednosti drugih društava u sektoru.

##### **Glavne pretpostavke koje su primijenjene**

Identificiran je relevantan uzorak usporedivih društava, barem u pogledu aktivnosti, čije dionice kotiraju na burzi, iako su postojale razlike u veličini i diversifikaciji aktivnosti. Uzorak se sastojao od sljedećih 9 društava čije dionice kotiraju na burzama: Danone, Emmi, Kerry Group, PZ Cussons, Glanbia, Fromagerie Bel, Savencia, Unibel i Nestlé.

Multiplikatori: (i) prihodi od prodaje, (ii) EBITDA (*Earnings before interest, tax, depreciation and amortization*) i (iii) EBIT (*Earnings before interest and tax*) korišteni su u ovoj metodi, koje općenito slijede društva usporediva s Društvom.

Multiplikatori promatrani za ta usporediva društva primijenjeni su na poslovne prihode ili prihode od prodaje Društva kako bi se izračunala njegova vrijednost. Ta vrijednost je onda: (i) umanjena za diskont za rizik države (22%), kako bi se uzele u obzir razlike u pogledu rizika države u kojoj posluje Društvo i usporedivih društava, te (ii) prilagođena neto novčanom pozicijom Društva kako bi se izračunala vrijednost vlasničkog kapitala Društva. Konačno, ta je vrijednost kapitala umanjena za fer diskont likvidnosti (30%) kako bi se uzele u obzir razlike u pogledu likvidnosti između Društva i njegovih usporedivih društava.

## Rezultat procjene

Uzimajući u obzir pozitivnu neto novčanu poziciju Društva od 751 milijun kuna na dan 30. lipnja 2020. godine, najviša i najniža vrijednost vlasničkog kapitala Društva na temelju korištenih multiplikatora bila je:

- (i) Najviša vrijednost vlasničkog kapitala: 2.607 milijuna kuna (odnosno 869,00 kuna po dionici), procijenjeno pomoću multiplikatora prihoda od prodaje;
- (ii) Najniža vrijednost vlasničkog kapitala: 2.308 milijuna kuna (odnosno 769,00 kuna po dionici), procijenjeno pomoću EBIT multiplikatora.

Srednja vrijednost procijenjena ovom metodom stoga je bila 819,00 kuna po dionici.

## 4.5 Napomene

Prvi vještak je istaknuo slijedeće točke kao napomene u vezi s pitanjima ili ograničenjima koja su se pojavila u njegovoj analizi.

**Izračun neto financijskog duga i obrtnog kapitala.** Neto financijski dug i obrtni kapital korišteni prilikom procjene vrijednosti odgovaraju definiciji ovih elemenata na temelju javno dostupnih podataka prezentiranih u financijskim izvješćima Društva od 30. lipnja 2020. godine, koja nisu revidirana. Relevantnost i dosljednost ovih definicija potvrđeni su od strane uprave Društva početkom listopada.

**Poslovni plan.** Prvi vještak je koristio poslovni plan izrađen uz korištenje niza pretpostavki o kojima se raspravljalo i koje su potvrđene od strane uprave Društva početkom listopada (umjesto korištenja poslovnog plana pripremljenog od strane Društva).

**COVID.** Procjena se temelji na tržišnim, ekonomskim i financijskim uvjetima kakvi su se mogli procijeniti na dan 30. lipnja 2020. godine. No, od kraja siječnja 2020. godine svijet je zahvaćen pandemijom uzrokovanom virusom COVID 19. Pandemija je imala snažan učinak na gospodarstva različitih država te je uzrokovala reviziju prognoze rasta prema dolje. U ovoj je fazi teško precizno predvidjeti budući utjecaj pandemije na financijske rezultate Društva budući da kriza još uvijek traje. Međutim, Prvi vještak je vodio neke razgovore oko trenutne situacije s upravom Društva, te razumije da bi se, prema makroekonomskim prognozama, mogao postići vidljivi oporavak na razini brojki iz 2019. godine do 2022. godine. Stoga, specifični utjecaj krize na Društvo je razmotren u procjeni temeljem ove pretpostavke oporavka.

## 5. ZAKLJUČAK

Gore navedene metode rezultirale su cijenom između 819,00 kuna i 1.036,00 kuna po Dionici, sa srednjom cijenom od 928,00 kuna po Dionici koja je zadržana kao primjerena vrijednost Otpremnine za prijenos Dionica manjinskih dioničara Glavnom dioničaru.



Srednja cijena je primijenjena jer se smatra da je svaka od dvije primijenjene metode vrednovanja imala jednaku težinu pri određivanju fer procjene vrijednosti Društva.

Neovisni vještak kojeg je imenovao Trgovački sud u Zagrebu (putem Rješenja br. R1-143/2020 od 17. srpnja 2020. godine) kako bi provjerio primjerenost određene Otpremnine po Dionici u skladu s odredbom članka 300.h stavka 2. Zakona o trgovačkim društvima, potvrdilo je u svom izvješću da je iznos Otpremnine koji je odredio Glavni dioničar primjeren na dan tog izvješća. Rješenje Trgovačkog suda u Zagrebu o imenovanju Neovisnog vještaka priloženo je ovom izvješću i čini njegov sastavni dio. Izvješće Neovisnog vještaka je dostavljeno Društvu zajedno sa ovim Izvješćem te je kao takvo dostupno na uvid svim dioničarima Društva.

Na temelju svega gore navedenoga, predložena Otpremnina po Dionici koja se ima isplatiti manjinskim dioničarima Društva za prijenos njihovih Dionica Glavnom dioničaru trebala bi se smatrati primjerenom.

U skladu s odredbom članka 300.g stavka 3. Zakona o trgovačkim društvima, Glavni dioničar je pribavio Bankovnu garanciju izdanu od Zagrebačke banke d.d., Zagreb, Trg bana Josipa Jelačića 10, OIB: 92963223473 (dalje u tekstu: "**Banka**"), koja sadrži solidarno jamstvo Banke za isplatu Otpremnine manjinskim dioničarima, uvećanu za obračunate kamate, odmah po upisu odluke o prijenosu Dionica manjinskih dioničara Društva na Glavnog dioničara u sudski registar (dalje u tekstu: "**Bankovna garancija**"). Ovjereni preslika Bankovne garancije je priložena ovom Izvješću.



B.S.A. INTERNATIONAL S.A.

Po punomoći  
Ivan Einwalter, Odvjetnik

ODVJETNIK  
IVAN EINWALTER  
ZAGREB, Prilaz G. Deželića 19