

Denis Smolar

Stalni sudski vještak za računovodstvo i financije

Ulica Crvenog križa 13

10 000 Zagreb, Republika Hrvatska

091 / 390 – 9502

e-mail: denis.smolar@denves-consulting.hr

R₁-15/2023-4

REPUBLIKA HRVATSKA
OPĆINSKI SUD U ZAGREBU
Zagreb, 07-09-2023
Kada je ovaj prijedlog podnio, dne 06.09.2023
Kada je ovaj prijedlog prihvatio, dne 35.451.581.5
Mjesto: Zagreb R
Broj primjerenosti 2 Priloga -
Prilog: - Potpis

**IZVJEŠTAJ VJEŠTAKA O PRIMJERENOSTI OTPREMNINE KOJA BI SE
ISPLATILA MANJINSKIM DIONIČARIMA TRGOVAČKOG DRUŠTVA
KOESTLIN D.D.**

SADRŽAJ

1	OPĆE INFORMACIJE	4
1.1.	Rješenje trgovačkog suda i pravna osnova	4
1.2.	Pretpostavke za vještačenje i dokumenti korišteni u vještačenju	5
1.3.	Osnovni podaci o društvu	6
2	FINANCIJSKA ANALIZA POSLOVANJA	8
3	ANALIZA FINANCIJSKOG POLOŽAJA	9
4	ISPITIVANJE PRIMJERENOSTI OTPREMNE MANJINSKIM DIONIČARIMA.....	11
5	METODA SLOBODNOG NOVČANOG TOKA.....	16
5.1.	Izračun diskontne stope	16
5.2.	Projekcija slobodnog novčanog toka	17
5.3.	Diskontiranje slobodnih novčanih tokova i vječne rente	18
6.	MIŠLJENJE.....	20

POPIS PRIKAZA

Prikaz 1 Struktura vlasništva na dan 31. prosinac 2022. godine	7
Prikaz 2 Račun dobiti i gubitka za razdoblje 2019. - 2022.	8
Prikaz 3 Bilanca na dan 31. prosinca 2019., 2020., 2021., i 2022.	9
Prikaz 4 Izračun ponderiranog prosječnog troška kapitala (WACC)	17
Prikaz 5 Projicirani slobodni novčani tokovi.....	18
Prikaz 6 Diskontirani slobodni novčani tok i vječna renta	19
Prikaz 7 Procjena Društva temeljem metode diskontiranih novčanih tokova	19

1 OPĆE INFORMACIJE

1.1. Rješenje trgovačkog suda i pravna osnova

Temeljem rješenja Trgovačkog suda u Bjelovaru pod brojem 3 R1-15/2023-2 od 30. kolovoza 2023. godine određeno je vještačenje radi ispitivanja primjerenosti otpremnine koju je odredio MEPAS d.o.o. Široki Brijeg, kao glavni dioničar društva KOESTLIN d.d. Bjelovar, Slavonska cesta 2, OIB: 92803032010, za isplatu manjinskim dioničarima.

Zadatak vještaka je ispitati primjerenost otpremnine koju je MEPAS d.o.o. Široki Brijeg kao glavni dioničar društva KOESTLIN d.d. Bjelovar odredio za isplatu manjinskim dioničarima.

NALAZ

Temeljem rješenja Trgovačkog suda u Bjelovaru poslovni broj 3 R1-15/2023-2 od 21. srpnja 2022. godine vještak je izradio izvještaj o primjerenosti otpremnine u kojem navodi:

- kojom je metodom određena primjerena otpremnina
- iz kojih je razloga primijenjena metoda opravdana.

Dokumentacija koje je stavljena vještaku na raspolaganje

- Revidirani godišnji financijski izvještaji za razdoblje 2019. – 2022. godine
- Bruto bilanca na dan 31.12.2020., 31.12.2021. te 30.11.2022.
- Procjembeni elaborat
- Podaci o obvezama društva na 31.12.2020., 31.12.2021. te 31.12.2022.
- Popis imovine društva na 31.12.2022.

Zakonski okvir za izradu nalaza i mišljenja

- Zakon o trgovačkim društvima (Narodne novine br. 40/19, 34/22)

Primjerenost odabira metode kojom je određena primjerenost otpremnina manjinskih dioničara Društva razmotrena je nakon analize bilance i s njom povezanih računa dobiti i gubitka kao i odgovarajućih bilješki uz financijske izvještaje te uvažavajući stanje Društva kao i poslovne planove. Analizirani su poslovni planovi od strane Društva, a na temelju kojih je i Glavni dioničar izvršio procjenu fer vrijednosti dionica Društva i razmjerno tome vrijednosti manjinskog udjela.

Opravdanost primjene odabranih metoda temelji se na analizi prilika i opasnosti u poslovanju na kojima počivaju poslovni planovi, te analizi financijskih izvještaja Društva na dan 31.

prosina 2019., 31. prosina 2020., 31. prosina 2021. godine te 31. prosina 2022. godine. Također je uzet u obzir razvoj poslovanja i njegovi rezultati.

Prilikom procjene primjerenosti otpremnine koju je većinski vlasnik odredio za isplatu manjinskih dioničara Društva uključeni su i:

- Analiza povijesnih podataka iz računa dobiti i gubitka i bilance, za razdoblje od 2019. do 2022. godine
- Provjera podataka o stanju gotovine i novca na računu u banci,
- Provjera stanja posudbi na dan zadnjih javno objavljenih revidiranih financijskih izvještaja,
- Analiza budućih neto primitaka/profita, radnog kapitala, primijenjenog diskontnog faktora i perpetuitetne stope rasta, odnosno mjerenje terminalne vrijednosti (rezidualna vrijednost),
- Procjena metodom diskontiranog slobodnog novčanog tijeka (FCF= free cash flow/slobodni novčani tijek),

1.2. Pretpostavke za vještačenje i dokumenti korišteni u vještačenju

Izvještaj vještaka pripremljen je isključivo u svrhu određivanja primjerenosti otpremnine koja bi bila isplaćena manjinskim dioničarima od strane glavnog dioničara u procesu prijenosa dionica. Izvještaj se ne može koristiti, niti se na njega oslanjati, za bilo koje svrhe osim onih navedenih u članku 300.(h) i članku 481.a Zakona i Rješenju Trgovačkog suda.

Vještačenje i izvještaj pripremljeni su na temelju podataka dostavljenih od strane trgovačkog društva KOESTLIN d.d.. Ključne činjenice, pretpostavke i ostali detalji potrebni za izračun prijevremene otpremnine sastavni su dio ovog izvještaja i pripremljeni su od strane vještaka. Sve ostale informacije koje su dobivene iz javnih izvora, smatraju se pouzdanim, a vještak je uložio potreban trud za provjeru njihove preciznosti i točnosti, u koje se pouzdaje.

Poduzeto je sve potrebno kako bi se osiguralo da su napomene o činjeničnom stanju ispravne, a iskazano mišljenje fer i realno. Sva mišljenja i procjene uključuju prosudbu vještaka u ovom trenutku temeljenu na dobroj vjeri i na dokumentima dostavljenim od strane društva KOESTLIN d.d., prvenstveno na povijesnim podacima, podacima iz poslovnog plana za 2023. godinu te projekcijama budućeg poslovanja.

Ipak, važno je istaknuti da se polazi od pretpostavke da su svi podaci koji su dostavljeni kao i sva pojašnjenja koja su dobivena od strane predstavnika Društva čija se vrijednost procjenjuje, istiniti i cjeloviti te da ne postoje dodatni bitni dokumenti ili odluke s kojima vještak nije upoznat, a koji bi mogli utjecati na mišljenje vještaka.

1.3. Osnovni podaci o društvu

Društvo KOESTLIN d.d. tvornica keksa o vafla, upisano je u Trgovačkom sudu u Bjelovaru pod MBS:3038203 , OIB: 92803032010. Sjedište Društva je u Gradu Bjelovaru, Slavonska cesta 2a, temeljni kapital Društva iznosi 96.259.900,00 kuna / 12.775.884 eura na dan 31.12.2022. godine.

Osobe ovlaštene za zastupanje su predsjednik uprave Krešimir Pajić te član uprave Ivan Grbešić, koji zastupaju Društvo samostalno i pojedinačno.

Nadzorni odbor čine Zdravko Pavić, predsjednik nadzornog odbora, Filip Grbešić, zamjenik predsjednika nadzornog odbora te Darko Coho, Tončo Zovko i Marko Mikulić, članovi nadzornog odbora.

Društvo je u 2019. godini imalo 456 zaposlenika, u 2020. godini 372 zaposlenika, u 2021. godini imalo je 339 zaposlenika, a na kraju 2022. godine 319 zaposlenika. Društvo planira nastaviti sa poslovanjem isto kao i do sada.

Osnovna djelatnost Društva temeljem obavijesti o razvrstavanju poslovnih subjekata prema nacionalnoj klasifikaciji djelatnosti Državnog zavoda za statistiku Zagreb je proizvodnja keksa i vafla.

Osnovne djelatnosti Društva, temeljem upisa u Trgovačkom sudu jesu:

- Proizvodnja ostalih prehrambenih proizvoda
- Trgovina na veliko i posredovanje u trgovini, osim trgovine motornim vozilima i motociklima
- Trgovina na malo
- Popravak predmeta za kućanstvo
- Restorani
- Kantine i opskrbljivanje pripremljenom hranom
- Prijevoz robe (tereta) cestom
- *Pružanje usluga u nautičkom, seljačkom, zdravstvenom, kongresnom, sportskom, lovnom i drugim oblicima turizma, pružanje ostalih turističkih usluga

- * Iznajmljivanje plovnih objekata (čarter)
- * Korištenje opasnih kemikalija

Prikaz 1 Struktura vlasništva na dan 31. prosinac 2022. godine

Dioničar	Broj dionica	UDIO
MEPAS D.O.O. Široki Brijeg	114.628	87,99
KOESTLIN TVORNICA KEKSA I VAFLA	8.854	6,80
MILHOFFER PREDRAG	1.405	1,08
KELAVA BRANIMIR	222	0,17
ZEKIĆ MILE	215	0,17
VUKADIN ZVONIMIR	193	0,15
LAUC GORDAN	105	0,08
ANDRIŠIĆ DAVOR	103	0,08
JAVOR MILKA	98	0,08
MALI DIONIČARI	4.453	3,42
Ukupno	130.276	100%

Izvor: revizorsko izvješće

Na dan 31.12.2022. godine temeljni kapital Društva isti je kao i zadnjeg dana prethodne godine te iznosi 96.259.900 kuna / 12.775.884 eura.

Temeljni kapital podijeljen je na 130.276 redovnih dionica bez nominalne vrijednosti.

MEPAS d.o.o. imatelj je 114.628 dionica Društva koje se odnose na 87,99% temeljnog kapitala Društva.

2 FINANCIJSKA ANALIZA POSLOVANJA

Financijska analiza poslovanja je rađena na temelju revidiranih financijskih izvještaja za 2019., 2020., 2021. i 2022. godinu.

Prikaz 2 Račun dobiti i gubitka za razdoblje 2019. - 2022.

Naziv pozicije	2019	2020	2021	2022
I. POSLOVNI PRIHODI	22.743.201	20.425.294	18.845.007	21.330.828
1. Prihodi od prodaje	21.188.164	18.455.712	17.848.947	20.766.828
2. Ostali poslovni prihodi	1.555.037	1.969.583	996.060	564.000
II. POSLOVNI RASHODI	23.112.475	20.469.806	18.704.779	22.763.694
Promjene vrijednosti zaliha proizvodnje u tijeku	47.440	(22.238)	429.484	(155.394)
Materijalni troškovi	16.772.335	14.579.611	12.873.524	16.991.172
a) Troškovi sirovina i materijala	11.683.137	11.232.166	11.396.873	16.199.351
b) Troškovi prodane robe	1.877.495	442.957	330.730	72.321
c) Ostali vanjski troškovi	3.211.704	2.904.488	1.145.921	719.500
Troškovi osoblja	4.045.155	3.932.976	3.634.617	4.249.38
a) Neto plaće i nadnice	2.712.074	2.646.525	2.416.352	3.012.144
b) Troškovi poreza i doprinosa iz plaća	794.727	772.016	707.236	736.611
c) Doprinosi na plaće	538.354	514.435	511.029	500.630
Amortizacija	876.013	913.789	916.875	912.192
Ostali troškovi	1.078.723	774.119	735.664	326.155
Vrijednosna usklađenja	171.369	87.004	46.162	325.038
a) Dugotrajne imovine osim financijske imovine	32.271	1.083	9.701	
b) Kratkotrajne imovine osim financijske imovine	139.098	85.921	36.460	325.038
Rezerviranja	19.537	12.692	8.587	
Ostali poslovni rashodi	101.903	191.854	59.866	115.145
III. FINANCIJSKI PRIHODI	167.225	158.787	132.524	684.142
Prihodi od ostalih dugotrajnih financijskih ulaganja i zajmova	140.323	128.676	110.828	110.663
Ostali prihodi s osnove kamata			19	2
Tečajne razlike i ostali financijski prihodi	25.575	30.110	21.677	12.575
Ostali financijski prihodi	1.327			560.901
IV. FINANCIJSKI RASHODI	131.393	667.136	116.917	90.517
Rashodi s osnove kamata i slični rashodi	101.545	75.605	83.796	39.021
Tečajne razlike i drugi rashodi	29.848	59.180	33.121	51.496
V. UDIO U DOBITI OD DRUŠTAVA POVEZANIH SUDJELUJUĆIM INTERESOM	290.663			
VI. UDIO U GUBITKU OD DRUŠTAVA POVEZANIH SUDJELUJUĆIM INTERESOM		532.351		
VII. UKUPNI PRIHODI	23.201.090	20.584.081	18.977.531	22.014.970
VIII. UKUPNI RASHODI	23.243.869	21.136.942	18.821.696	22.854.211
IX. DOBIT ILI GUBITAK PRIJE OPOREZIVANJA	(42.779)	(552.861)	155.835	(839.241)
Dobit/gubitak prije oporezivanja	(42.779)	(552.861)	155.835	(839.241)
X. Porez na dobit	19.485	(101.546)		(65.862)
XI. DOBIT ILI GUBITAK RAZDOBLJA	(62.264)	(451.316)	155.835	(773.379)

Izvor: Financijski izvještaji Društva

Prema računu dobiti i gubitka Društvo u promatranom razdoblju završava tri poslovne godine sa negativnim poslovnim rezultatom. U 2020. godini Društvo ostvaruje najveći gubitak zbog posljedica COVID krize.

3 ANALIZA FINANCIJSKOG POLOŽAJA

Prikaz 3 Bilanca na dan 31. prosinca 2019., 2020., 2021., i 2022.

AKTIVA				
B) DUGOTRAJNA IMOVINA	19.476.653	18.597.207	19.087.439	13.387.866
I. NEMATERIJALNA IMOVINA	133.986	99.020	52.363	61.251
Koncesije, patenti, licencije, robne i uslužne marke, softver	91.250	58.296	32.001	61.251
Ostala nematerijalna imovina	42.736	40.724	20.362	
II. MATERIJALNA IMOVINA	9.305.119	9.260.593	9.232.464	8.503.000
Zemljište	482.174	482.174	482.174	505.168
Građevinski objekti	4.406.824	4.137.470	4.365.563	4.045.775
Postrojenja i oprema	4.036.435	4.381.099	4.239.342	3.860.057
Alati, pogonski inventar i transportna imovina	354.531	259.850	145.385	92.000
Materijalna imovina u pripremi	25.156			
III. DUGOTRAJNA FINANCIJSKA IMOVINA	9.745.340	8.843.841	9.408.859	4.364.000
Ulaganja u udjele (dionice) poduzetnika unutar grupe	5.741.368	5.209.017	5.252.613	16.397
Dani zajmovi, depoziti i slično poduzetnicima unutar grupe	4.002.119	3.632.971	4.154.393	4.345.751
Dani zajmovi, depoziti i slično	1.853	1.853	1.853	1.853
IV. ODGOĐENA POREZNA IMOVINA	292.208	393.754	393.754	459.615
C) KRATKOTRAJNA IMOVINA	7.763.387	7.683.305	8.411.711	11.157.061
I. ZALIHE	2.707.092	3.001.965	2.395.316	2.503.999
Sirovine i materijal	1.659.551	1.593.543	1.748.257	2.083.610
Proizvodnja u tijeku	152.557	8.868	7.315	7.866
Gotovi proizvodi	600.916	746.527	271.547	364.069
Trgovačka roba	467	11.097	40.706	48.455
Predujmovi za zalihe	293.602	641.931	327.490	
II. POTRAŽIVANJA	4.889.970	4.397.378	4.598.573	6.439.764
Potraživanja od poduzetnika unutar grupe	439.481	649.628	3.063.600	4.130.971
Potraživanja od kupaca	4.170.764	3.435.050	1.178.681	1.886.000
Potraživanja od zaposlenika i članova poduzetnika	30.873	3.596	4.060	4.917
Potraživanja od države i drugih institucija	247.337	307.604	352.232	358.019
Ostala potraživanja	1.515	1.500		59.857
III. KRATKOTRAJNA FINANCIJSKA IMOVINA	147.984			2.091.000
Ostala financijska imovina	147.984			
Dani zajmovi, depoziti i slično poduzetnicima unutar grupe				2.091.000
IV. NOVAC U BANC I BLAGAJNI	18.342	283.962	1.417.823	122.298
D) PLAĆENI TROŠKOVI BUDUĆEG RAZDOBLJA I OBRAČUNATI	197.200	168.007	69.939	14.788
E) UKUPNO AKTIVA	27.437.241	26.448.519	27.569.090	24.559.715

Izvor: Financijski izvještaji Društva

Naziv pozicije	31.12.2019.	31.12.2020.	31.12.2021	31.12.2022.
PASIVA				
A) KAPITAL I REZERVE	16.881.221	16.417.865	16.573.700	15.800.355
I. TEMELJNI (UPISANI) KAPITAL	12.775.884	12.775.884	12.775.884	12.775.884
II. REZERVE IZ DOBITI	1.961.647	1.961.647	1.961.647	1.961.647
Zakonske rezerve	638.794	638.794	638.794	638.794
Rezerve za vlastite dionice	630.731	642.771	642.771	642.771
Vlastite dionice i udjeli (odbitna stavka)	-630.731	-642.771	-642.771	-642.771
Ostale rezerve	1.322.853	1.322.853	1.322.853	1.322.853
III. ZADRŽANA DOBIT ILI PRENESENI GUBITAK	1.703.556	1.629.251	1.177.936	1333770,655
Zadržana dobit	1.703.556	1.629.251	1.177.936	1.333.771
IV. REVALORIZACIJSKE REZERVE	502.397	502.397	502.397	502.397
V. DOBIT ILI GUBITAK POSLOVNE GODINE	-62.264	-451.316	155.835	-773.344
Dobit/Gubitak poslovne godine	-62.264	-451.316	155.835	-773.344
B) REZERVIRANJA	159.393	156.525	165.112	147.293
Rezerviranja za mirovine, otpremnine i slične obveze	159.393	156.525	165.112	147.293
C) DUGOROČNE OBVEZE	1.340.884	784.110	1.105.340	1.918.213
Obveze prema bankama i drugim financijskim institucijama	1.325.188	772.704	772.649	1.574.022
Ostale dugoročne obveze	15.696	11.406	332.691	344.191
D) KRATKOROČNE OBVEZE	9.052.333	9.062.563	9.694.621	6.614.227
Obveze prema poduzetnicima unutar grupe	217.942	459.390	98.685	75.507
Obveze prema bankama i drugim financijskim institucijama	2.190.455	3.096.246	2.189.145	271.940
Obveze prema dobavljačima	4.617.605	4.291.865	3.469.000	5.550.855
Obveze za predujmove	530.173	530.173	3.000	
Obveze po vrijednosnim papirima	1.009.787	258.831	499.825	245.711
Obveze prema zaposlenicima	353.172	307.389	236.808	349.255
Obveze za poreze, doprinose i slična davanja	128.633	114.103	111.553	116.393
Obveze s osnove udjela u rezultatu	4.564	4.564	4.564	4.564
Ostale kratkoročne obveze			88.584	
Obveze po osnovi dugotrajne imovine namijenjene prodaji			2.993.457	
E) ODGOĐENO PLAĆANJE TROŠKOVA I PRIHOD BUDUĆEGA RAZDOBLJA	3.410	27.457	30.317	79.627
F) UKUPNO – PASIVA	27.437.241	26.448.519	27.569.090	24.559.715

Izvor: Financijski izvještaji Društva

Analizirajući bilancu Društva može se zaključiti da se najveći dio dugotrajne imovine odnosi na postrojenja i opremu, građevinske objekte te zemljište koji su u funkciji redovnog poslovanja. Postrojenja i opremu te građevinske objekte Društvo vrednuje u financijskim izvještajima po amortiziranom trošku. Na 31.12.2022. kratkotrajna imovina društva se

značajno povećava zbog povećanja potraživanja i kratkotrajne financijske imovine. Kako nema novih ulaganja u dugotrajnu materijalnu imovinu u 2022. godini njena vrijednost se smanjuje zbog amortizacije.

Na dan 31.12.2022. temeljni kapital društva iznosi 96.259.900 kuna / 12.775.884 eura. Temeljni kapital se nije mijenjao u promatranom razdoblju od 2019. do 2022

Razlika između kratkotrajne imovine i kratkoročnih obveza pozitivna je u 2022. godini, dakle Društvo ima pozitivan obrtni kapital na raspolaganju.

Novac raspoloživ na 31.12.2022. godine iznosi 921.454 kuna / 122.298 eura i u izračunu slobodnih novčanih tokova umanjivat će vrijednost duga.

4 ISPITIVANJE PRIMJERENOSTI OTPREMNE MANJINSKIM DIONIČARIMA

Sukladno članku 481.(a) stavak 2. Zakona te Rješenjem Trgovačkog suda ispitana je primjerenost otpremnine koju će predložiti glavni dioničar manjinskim dioničarima Društva. Prema članku 481.(a) stavak 2. Zakona te temeljem Rješenja trgovačkog suda potrebno je napraviti vještačenje radi ispitivanja primjerenosti otpremnine koju je MEPAS d.o.o. Široki Brijeg kao glavni dioničar Društva KOESTLIN d.d., Bjelovar, Slavonska cesta 2a, OIB: 92803032010, odredio za isplatu manjinskim dioničarima.

Ovaj izvještaj temelji se na procjeni vrijednosti dionice Društva koja je razvijena za potrebe planiranog procesa isplate primjerene otpremnine manjinskim dioničarima pri čemu je analizirano :

- financijsko poslovanje i financijski položaj (u poglavlju 3. i 5.) , te
- očekivani budući rezultat poslovanja (u poglavlju 6.),
- kao i sve ostale raspoložive informacije.

Sukladno tome vještačenje se temeljilo na pretpostavci da se od datuma ovog Izvještaja pa do datuma prijenosa dionica manjinskim dioničarima odnosno do trenutka registracije prijenosa u sudski registar, financijska pozicija Društva kao i ostali vezani parametri neće značajnije promijeniti.

Metode procjene vrijednosti društva raznovrsne su i polaze od tri moguća temelja:

- (1) Imovine (statičke metode)
- (2) Budućih zarada (dinamičke metode)

- (3) Procjena vrijednosti usporedbom s postignutim cijenama u nedavnim sličnim transakcijama kupoprodaje između informiranih i spremnih strana, te ako je moguće, korištenjem reference na sadašnju fer vrijednost drugog suštinski sličnog subjekta (metode usporedbe).

Sa svrhom utvrđivanja primjerenosti otpremnine koja bi se ponudila manjinskim dioničarima u praksi se najčešće koriste:

- Metoda statičke neto knjigovodstvene vrijednosti imovine (društva)
- Metoda slobodnih novčanih tokova – DCF
- Metoda multiplikatora.

/1/ Metode statičke knjigovodstvene vrijednosti društva temeljene na imovini polaze od vrijednosti imovine umanjene za iznos obveza društva. Dakle, neto knjigovodstvena vrijednost imovine obuhvaća vrijednost temeljnog kapitala uvećanog / umanjenog za zadržanu dobit / prenesene gubitke i rezerve društva.

Ova metoda koristi se u situacijama kada je teško prognozirati novčane tokove iz poslovanja, kada je upitan nastavak poslovanja ili kada se poduzeće nalazi pred likvidacijom.

S obzirom da Društvo već na kraju ove poslovne godine planira ostvariti pozitivan poslovni rezultat i ima razrađen poslovni plan za idućih nekoliko godina, pretpostavlja se neograničenost poslovanja.

Za izradu procjene vrijednosti dionica Društva korišteni su povijesni knjigovodstveni podaci iz revidiranih financijskih izvještaja za razdoblje od 2019. – 2022. godine.

S obzirom na navedene činjenice, a posebno na neograničeno vrijeme poslovanja, vještak smatra da metoda knjigovodstvene vrijednosti nije prikladna za procjenu vrijednost Društva u svrhu utvrđivanja primjerenog iznosa otpremnine kod prijenosa dionica manjinskih dioničara.

/2/ Osnovica metoda procjene temeljenih na zaradi koju ostvaruje imovina tijekom svog fizičkog ili ekonomskog trajanja je zarada, a te metode nazivaju se dinamičkim metodama procjene jer uzimaju u obzir i rizik ostvarivanja budućih zarada. Osnovica im je sposobnost društva da stvara financijske viškove u budućnosti, a jedna od najčešće korištenih je metoda diskontiranog novčanog toka, koja je primijenjena i u ovom slučaju.

Metoda diskontiranog novčanog toka zasniva se na pretpostavci da vrijednost društva predstavlja sadašnja vrijednost budućih novčanih tokova koje trebaju ostvariti vlasnici društva. Ovakav pristup analizira:

- planirane prihode i rashode od redovnog poslovanja,
- potrebna kapitalna ulaganja,
- strukturu kapitala koja je potrebna da bi se adekvatnost kapitala održala na odgovarajućoj razini,
- preostalu (terminalnu odnosno rezidualnu) vrijednost,
- diskontne stope, uključujući ispitivanje poslovnih i tržišnih rizika, te rizika ulaganja.

Kretanja u novčanom toku su posljedica odnosa dobiti iz računa dobiti i gubitka i odnosa u bilanci. Novčani tok iskazuje čitav niz prilagodbi računovodstvene dobiti. Za procjenu vrijednosti društva važne su poslovne aktivnosti i investicijske aktivnosti budući da od njih najviše ovisi ostvareni novčani tok u slučaju kada se dobit u cijelosti isplaćuje.

Procjene budućih novčanih tokova uključuju u bitnom:

- projekcije novčanih priljeva iz poslovanja uz pretpostavku vremenski neograničenog poslovanja,
- projekcije novčanih odljeva koji nužno nastaju pri stvaranju novca u poslovanju.

Procijenjeni budućí novčani tokovi odražavaju pretpostavku koja je u skladu s načinom određivanja diskontne stope. Prema tome, diskontna stopa treba biti stopa koja odražava tekuće tržišne procjene:

- vremenske vrijednosti novca, i
- specifičnih rizika za koje nije proveden ispravak procjene budućih novčanih tokova.

Osnova za procjenu budućih novčanih tokova su:

- projekcije novčanih tokova temeljene na razumnim i zasnovanim pretpostavkama koje predstavljaju najbolju procjenu raspona ekonomskih uvjeta koji će postojati u budućnosti,
- projekcije novčanih tokova nakon razdoblja koje obuhvaćaju najnoviji planovi / prognoze procijenjeni su ekstra polirajućim projekcijama koje se temelje na planovima / projekcijama koristeći stabilne stope rasta za naredne godine.

Diskontna stopa koja odražava tekuće tržišne procjene vremenske vrijednosti novca i specifičnih rizika društva koje se procjenjuje jest povrat koji bi ulagatelji mogli zahtijevati ako mogu izabrati ulaganje koje će stvarati novčane tokove u visini, vremenu i riziku jednake onima koji se očekuju da će se ostvariti od subjekta procjene. Za kalkulaciju troškova kapitala odnosno diskontne kamatne stope kojima se diskontiraju budući novčani tokovi najčešće se koristi CAPM (Capital Asset Pricing Model). Izračun vrijednosti društva putem DCF metode sastoji se od tri osnovna čimbenika:

1. **Projekcija očekivanih novčanih tokova:** prvi korak je procjena očekivanih novčanih tokova koje će Društvo u predviđenom razdoblju ostvariti, a temelji se na pretpostavkama slobodnih novčanih tokova koje Društvo generira svojim poslovanjem. Navedeni novčani tokovi izračunavaju se iz procjene poslovnih rezultata, kapitalnih investicija i neto radnog kapitala.
2. **Izračun diskontne stope:** drugi korak je određivanje ponderiranog prosječnog troška kapitala koji predstavlja diskontnu stopu po kojoj se diskontiraju slobodni novčani tokovi.
3. **Izračun vrijednosti društva:** diskontna stopa se koristi za diskontiranje očekivanih novčanih tokova u projiciranom razdoblju i na taj se način dobiva sadašnja vrijednost očekivanih novčanih tokova, od čega se za utvrđivanje vrijednosti vlasničke glavnice oduzima vrijednost neto duga društva.

S obzirom na učestalost primjene i općeprihvaćen stav u vezi metode DCF koja akceptira buduće poslovanje Društva ova metoda se najčešće koristi za procjenu vrijednosti Društva.

U ovom slučaju vještak DCF metodu smatra prikladnom za procjenu primjerenosti otpremnine kako Društvo nije pred likvidacijom, i s obzirom na pretpostavku neograničenog budućeg poslovanja Društva.

/3/ Kod metode multiplikatora vrednuju se relevantne usporedne transakcije na tržištu u okruženju u kojima su prodavani udjeli ili cjelokupna poslovanja sličnih poduzeća, u istoj djelatnosti i sa sličnim ekonomskim karakteristikama.

Čimbenici koji pokazuju da li postoji razumna osnova za usporedbu su:

- postojanje sličnosti konkretnog poduzeća sa obavljenim kupoprodajama u smislu kvalitativnih i kvantitativnih poslovnih karakteristika,
- količina i pouzdanost podataka o obavljenim kupoprodajama,

- cijena – da li je cijena koja je ostvarena napravljena pod tržišnim principima.

Metode koje se temelje na ovom pristupu nazivaju se metodama procjene vrijednosti putem multiplikatora. U ovom slučaju, multiplikatori predstavljaju neki omjer, u praksi najčešće omjer cijene dionice i određene kategorije po dionici. Do relevantnih multiplikatora dolazi se na temelju analize određenih transakcija na tržištu ili analize usporedivih poduzeća.

Kod određivanja multiplikatora bitno je u obzir uzeti sljedeće:

- multiplikator treba osigurati podatke o vrijednosti poduzeća,
- moguće je da će biti potrebne prilagodbe kako bi se pojedini multiplikator primijenio na konkretno poduzeće. Te prilagodbe mogu biti potrebne zbog razlika u riziku koje slična poduzeća imaju, zbog razlika u dodatnim djelatnostima koje poduzeća imaju i slično,
- prilagodbe koje mogu biti potrebne zbog razlika u prodavanim vlasničkim udjelima u sličnim poduzećima s obzirom na stupanj kontrole, utrživosti ili veličini udjela.

Polazna veličina za utvrđivanje vrijednosti Društva primjenom metode multiplikatora je EBITDA.

Vještak smatra kako metoda multiplikatora nije primjerena za procjenu primjerene otpremnine malim dioničarima jer je polazna veličina EBITDA Društva koja je na kraju 2022. godine negativna, što znači da će vrijednost po dionici dobivena ovom metodom također biti negativna.

5 METODA SLOBODNOG NOVČANOG TOKA

5.1. Izračun diskontne stope

Kako je naprijed navedeno za kalkulaciju troškova kapitala kojim se diskontiraju budući novčani tokovi korišten je model CAPM (Capital Asset Pricing Model), koji se temelji na nekoliko ključnih elemenata detaljno prikazanih u nastavku.

Nerizična (osnovna) kamatna stopa

Kao nerizična kamatna stopa odnosno kamatna stopa na ulaganja bez rizika (fr) obično se uzima tekući prinos do dospijeca dugoročnih državnih obveza. Vještak je u izračun uključio tekući prinos od 3,80% na 10-godišnje državne obveznice s dospijecom 2032. godine.

Premija tržišnog rizika

Premija tržišnog rizika je varijabla izvedena iz empirijskih podataka i bitno se razlikuje u slučaju različitih zemalja kao i unutar bilo koje zemlje u različitom vremenskom razdoblju. Ovdje je korištena premija tržišnog rizika od 9,23% temeljeno na javnim podacima (Damodaran analysis: Equity risk premium Hrvatska)

Procjena bete

Beta predstavlja relativni rizik procijene u usporedbi s rizikom cijelog tržišta, što će se pretpostavljeno odraziti na rizik cijele ekonomije. Rizik u ovom kontekstu je financijski i predstavlja volatilnost procijenjenih novčanih tokova tako da je premija tržišnog rizika mjera relativne volatilnosti određenih procijenjenih novčanih tokova u odnosu na volatilnost cijelog tržišta. Premija rizika za određenu specifičnu industriju mijenja se tijekom vremena i postoje bitne razlike između različitih vremenskih serija. Premija rizika na industriju može se mijenjati uslijed strukturnih promjena u industriji, promjena strukture troškova unutar industrije ili promjene drugih činjenica kao što je na primjer regulacija. Procjena premije rizika uzima u obzir samo poslovni rizik za određenu industriju u kojoj posluje poduzeće i zbog toga se često označava kao „indeks poslovnog rizika“ (Business Risk Indeks – BRI), te ne uzima posebno u obzir efekte korištenja financijske poluge poduzeća koje je predmet procjene. U utvrđivanju bete za operacije Društva u obzir su uzeti podaci dostupni iz javnih izvora (Damodaran Online, Business and consumer business te podaci ZSE) temeljem kojih je bazična beta za industriju procijenjena na 0,75.

Ukupna premija rizika iznad osnovne kamatne stope

Kod izračuna ukupne premije rizika iznad osnovne kamatne stope uzeta je u obzir prilagodba za rizik obzirom da se radi o malom poduzeću procijenjena u iznosu od 3,74% temeljeno na podacima preuzetim od Ibbotson Associates.

Struktura kapitala

U svrhu kalkulacije WACC uzeto je da je struktura kapitala koja se očekuje i koja je u skladu s tržištem na način da je 50% vlastiti kapital i 50% dug, kao ciljana struktura kapitala u budućnosti kako bi se došlo do procjene vrijednosti Društva uz uzimanje u obzir financijskih utjecaja.

Porez na dobit

Osnovna stopa poreza na dobit u Hrvatskoj za društva u koje spada i Društvo iznosi 18%.

Prikaz 4 Izračun ponderiranog prosječnog troška kapitala (WACC)

Opis	Iznos	Izvor
a Ciljani dug/(dug + kapital)	50%	Društvo
b Trošak zaduživanja	3,9%	Prosječna stopa dugoročnih zajmova po kojem se zadužuje klijent ili HNB
c Porez na dobit	18%	Stopa poreza na dobit
d Trošak duga	3,20%	$b \cdot (1 - c)$
e Dugoročna nerizična kamatna stopa	3,8%	Prinos na 10-godišnju državnu obveznicu s dospijanjem 2032.
f Premija na rizik dionica (Hrvatska)	9,23%	Demodaran analysis: Equity risk premium Hrvatska;
g Beta bez poluge	0,75	Demodaran analysis: Beverage (Food processing)
h Beta sa polugom	1,37	$g \cdot (1 + (1 - c) \cdot (a / (1 - a)))$
i Rizik veličine poduzeća	3,47%	Ibbots on Associates, SBBI Valuation Edition Yearbook, 2015
WACC	8,48%	

Izvor: Damodaran analysis, Ibbots on Associates

Diskontna stopa (WACC) iznosi 8,48%.

5.2. Projekcija slobodnog novčanog toka

Novčani tok se utvrđuje prema posrednoj metodi i polazi od planirane čiste dobiti koja podrazumijeva planiranu bruto dobit umanjenu za porez. Na čistu dobit dodaje se iznos amortizacije i oduzima se iznos investicije u osnovna sredstva i radni kapital u opsegu koji je potreban u poslovanju i dodaje se iznos koji se odnosi na obrtni kapital potreban da se ostvari planirani obujam poslovnih aktivnosti.

Prikaz 5 Projicirani slobodni novčani tokovi

Opis	2022 (000 EUR)
Stopa poreza na dobit	18%
NOPLAT (Neto operativna dobit prilagođena za porez)	(1.339)
Amortizacija	912
Bruto novčani tok	(427)
Promjena radnog kapitala	(1.812)
Kapitalne investicije	(191)
Slobodni novčani tok	-2.431
Neoperativna ulaganja	2.987
Novčani tok investitorima	556

Izvor: izračun vještaka

Plan poslovanja za iduće četiri godine izrađen je s obzirom na neograničenost vremena poslovanja te buduće operativno poslovanje – temeljem trenutno dostupnih informacija primljenih od Društva. Slobodni novčani tok za 2022. godinu je negativan, međutim u narednim godinama očekuju se pozitivni slobodni novčani tokovi i ulaganja u imovinu što će dovesti i do povećanja amortizacije. Zbog svega navedenog, DCF metoda je relevantna za izračun procjene vrijednosti Društva.

5.3. Diskontiranje slobodnih novčanih tokova i vječne rente

Vječna renta (terminalna vrijednost)

Vječna renta (terminalna vrijednost) predstavlja vrijednost novčanih tokova od kraja planiranih perioda do beskonačnosti. To je važan dio procjene, jer obično čini velik postotak ukupne operativne vrijednosti društva.

Formula za izračun vječne rente je sljedeća:

$$TV = (FCFn \times (1 + g)) / (WACC - g)$$

TV - vječna renta (terminalna vrijednost)

FCFn - slobodni novčani tok zadnje planirane godine

g - stopa rasta slobodnog novčanog toka

WACC – prosječni trošak kapitala (u ovom slučaju iznosi 8,48%)

Vječna renta (terminalna vrijednost) utvrđena je u iznosu od 26.902.995 kuna / 3.570.641 eura na 31.12.2022., s obzirom da je neograničenost vremena poslovanja neupitna te Društvo očekuje bolje poslovne rezultate u sljedećim godinama. Dugoročna stopa rasta iznosi 2%.

Prikaz 6 Diskontirani slobodni novčani tok i vječna renta

Izvor: izračun vještaka

Izvor: izračun vještaka

6. MIŠLJENJE

Sukladno rješenju Trgovačkog suda u Bjelovaru, 3 R1-15/2023-2 od 30. kolovoza 2023. godine, proveden je postupak procjene vrijednosti društva KOESTLIN d.d. u svrhu utvrđivanja prijevremene otpremnine koju je odredio glavni dioničar MEPAS d.o.o. Široki Brijeg, manjinskim dioničarima, a čiji rezultati procjene su prezentirani u ovom Izvještaju.

Metode koje su prezentirane:

- Statička metoda – metoda neto knjigovodstvene vrijednosti imovine
- DCF metoda
- Metoda multiplikatora

***Uzimajući u obzir poslovni plan društva za idućih nekoliko godina samo je metoda slobodnog novčanog toka ocijenjena kao primjerena za konačan izračun zbog neograničenog vremena poslovanja Društva.**

Na osnovi dobivenih rezultata o utvrđivanju vrijednosti dionica vještak smatra da primjerena otpremnina koju je MEPAS d.o.o. Široki Brijeg kao glavni dioničar društva KOESTLIN d.d. Bjelovar odredio za isplatu manjinskim dioničarima iznosi 518,45 kuna / 68,81 eura jer je dobivena metodom slobodnih novčanih tokova koja u obzir uzima i buduće poslovanje društva.

Mišljenje se temelji na pretpostavci da se od datuma ovog Izvještaja do dana upisa prijenosa dionica u sudski registar, financijska pozicija Društva kao i ostali vezani parametri nisu značajnije promijenili, kao i na pretpostavkama opisanim u poglavlju 1.2. Izvještaja.

Stalni sudski vještak za računovodstvo i financije

Denis Smolar



Prilog:

- Rješenje Ministarstva pravosuđa i uprave (broj: 514-03-03-02/01-23-09) dana 12. travnja 2023. kojim je Denis Smolar ponovno imenovan stalnim sudskim vještakom za područje računovodstva i financija na vrijeme od četiri godine.



REPUBLIKA HRVATSKA
MINISTARSTVO PRAVOSUDA I UPRAVE

KLASA: UP/I-710-03/23-01/31
URBROJ: 514-03-03-02/01-23-09

Zagreb, 12. travnja 2023.

Ministarstvo pravosuda i uprave, OIB: 72910430276, na temelju članka 127.b stavka 1. Zakona o sudovima („Narodne novine“, br. 28/13., 33/15., 82/15., 82/16., 67/18., 21/22. i 16/23.), povodom zahtjeva Denisa Smolara, magistra ekonomije iz Zagreba, Ulica Crvenog križa 13, OIB: 12155277877, u postupku imenovanja stalnog sudskog vještaka, donosi

RJEŠENJE

- I. Denis Smolar, magistar ekonomije iz Zagreba, Ulica Crvenog križa 13, OIB: 12155277877, imenuje se stalnim sudskim vještakom za područje ekonomije, grana financije i računovodstvo.
- II. Danom izvršnosti ovog rješenja imenovani će se upisati u Popis stalnih sudskih vještaka ovog Ministarstva.

Obrazloženje

Denis Smolar, magistar ekonomije iz Zagreba, podnio je zahtjev za imenovanje stalnim sudskim vještakom za financije i računovodstvo.

Imenovani je zahtjevu priložio životopis, elektronički zapis iz Knjige državljana, presliku osobne iskaznice, ovjerenu presliku diplome završenog studija poslovne ekonomije, presliku potvrde o stečenom akademskom nazivu magistra ekonomije, elektronički zapis o radno pravnom statusu Hrvatskog zavoda za mirovinsko osiguranje, potvrde poslodavca o vrsti poslova koje je radnik obavljao i trajanju radnog odnosa, dokaz o sklopljenom ugovoru o osiguranju, uvjerenje općinskog suda da se protiv njega ne vodi kazneni postupak za kazneno djelo za koje se postupak pokreće po službenoj dužnosti, rješenje Trgovačkog suda u Zagrebu, broj: 4 Su-233/19 od 5. ožujka 2019. o imenovanju stalnim sudskim vještakom računovodstvo i financije, popis predmeta u kojima je obavio vještačenje i dokaz o uplati sudske pristojbe.

Uvjeti za imenovanje za stalnog sudskog vještaka propisani su u članku 126. stavku 1. Zakona o sudovima sukladno kojem za stalnog sudskog vještaka može biti imenovana osoba državljanin Republike Hrvatske, državljanin države članice Europske unije ili državljanin države potpisnice Sporazuma o Europskom gospodarskom prostoru koja ima završen preddiplomski i diplomski sveučilišni studij ili integrirani preddiplomski i diplomski sveučilišni studij ili specijalistički diplomski stručni studij odnosno završen preddiplomski sveučilišni studij ili preddiplomski stručni studij odgovarajući području vještačenja za koje se



E8QPYNATekmNw-Jritj3cQ

imenuje i koja je nakon završenog preddiplomskog i diplomskog sveučilišnog studija ili integriranog preddiplomskog i diplomskog sveučilišnog studija ili specijalističkog diplomskog stručnog studija radila je na poslovima u struci najmanje osam godina, a nakon završenog preddiplomskog sveučilišnog studija ili preddiplomskog stručnog studija na poslovima u struci najmanje deset godina, vlada hrvatskim jezikom, zdravstveno je sposobna za obavljanje poslova stalnog sudskog vještaka, uspješno je završila provjeru znanja iz ustrojstva sudbene vlasti, državne uprave i pravnog nazivlja, ima sklopljen ugovor o osiguranju od odgovornosti za obavljanje poslova stalnog sudskog vještaka i ima valjano odobrenje za samostalno obavljanje djelatnosti (licenciju) ili položen stručni odnosno specijalistički ispit za obavljanje djelatnosti ako je to, sukladno posebnim propisima, uvjet za obavljanje tih djelatnosti.

Uvidom u kaznenu evidenciju ovog Ministarstva utvrđeno je da imenovani nije pravomoćno osuđen za kazneno djelo za koje se postupak pokreće po službenoj dužnosti te je pribavljeno mišljenje predsjednika Županijskog suda u Zagrebu.

Slijedom navedenog, utvrđeno je da imenovani ispunjava uvjete iz članka 126. Zakona o sudovima te je riješeno kao u izreci rješenja.

Danom izvršnosti ovog rješenja imenovani će se na temelju članka 127.b stavka 3. Zakona o sudovima upisati u Popis stalnih sudskih vještaka ovog Ministarstva te je dužan obavijestiti o svakoj promijeni osobnih podataka, a otisak svog pečata i vlastoručni potpis pohraniti u ovom Ministarstvu.

Uputa o pravnom lijeku:

Protiv ovog rješenja nije dopuštena žalba, ali se može pokrenuti upravni spor pred Upravnim sudom u Zagrebu u roku od 30 dana od dana primitka ovog rješenja. Tužba se podnosi sudu neposredno u pisanom obliku, usmeno na zapisnik ili se šalje poštom, odnosno dostavlja u elektroničkom obliku putem informacijskog sustava.



DOSTAVITI:

1. Denis Smolar, Zagreb, Ulica Crvenog križa 13
2. Pismohrana-ovdje

