

Fortenova grupa d.d.

Izvještaj o procjeni vrijednosti udjela u Novim instrumentima

Zagreb, prosinac 2021.

Uvjeti angažmana

Angažirani smo od strane stečajne Upraviteljice društva ADELSON TRGOVINA d.o.o. u stečaju u procjeni vrijednosti Depozitarnih potvrda i Zamjenjivih obveznica (zajedno „Novi instrumenti“) Fortenova grupe koje su stečene od strane ADELSON TRGOVINA d.o.o. u stečaju (dalje u tekstu: Društvo), u postupku Nagodbe, temeljem Zakona o izvanrednoj upravi.

Cilj procjene je utvrđivanje njegove fer vrijednosti na dan 30. rujna 2021. godine, pri tome oslanjajući se na međunarodno prihvaćene metode.

Uvjeti našeg angažmana navedeni su u Ugovoru o pružanju usluga procjene vrijednosti udjela od 19. studenog 2021. godine. Ovaj Izvještaj o procjeni vrijednosti sadrži ishod procjene vrijednosti Novih Instrumentata, izdan je stečajnoj Upraviteljici za potrebe donošenja odluka o prodaji novih instrumenata.

Procjena vrijednosti Novih instrumenata obavljena je primjenom metode usporedivih transakcija.

Sadržaj

Metodologija i pristup procjeni vrijednosti	4
Postupak postizanja nagodbe u postupku izvanredne uprave Agrokora	6
Trgovanje Novim instrumentima	8
Pregled usporedivih transakcija u trgovanju Novim instrumentima	10
Procjena vrijednosti Novih instrumenata koje drži Adelso Trgovina d.o.o. u stečaju	11
Zaključak – Sažetak procjene vrijednosti Novih instrumenata Fortenova grupe	12

Metodologija i pristup procjeni vrijednosti

Metoda usporedivih transakcija

Metoda usporedivih transakcija (ili metoda nedavnih transakcija s istom ili sličnom imovinom), koristi informacije o transakcijama imovinom koja je ista ili slična predmetnoj imovini kako bi se utvrdila vrijednost.

Ako se dogodilo nekoliko nedavnih transakcija, uzimaju se cijene identične ili slične imovine koja javno kotira ili je javno ponuđena na prodaju.

Cijena iz takvih transakcija može poslužiti kao osnovica za procjenu vrijednosti, pod uvjetom da se ista provela između informiranih i nepovezanih strana voljnih obaviti transakciju u uobičajenim uvjetima poslovanja, i pri tome se moraju uzeti u obzir i promjene svih eventualnih faktora koji su u razdoblju između transakcije i datuma procjene vrijednosti mogli utjecati na vrijednost promatranog ulaganja.

Metoda nedavne transakcije s istom ili sličnom imovinom će se koristiti u uvjetima u kojima se sa visokom sigurnošću može utvrditi usporedivost navedenog društva s parametrima ulaganja koje se vrednuje i u uvjetima u kojima su svi relevantni parametri transakcije javno dostupni.

Koraci metode usporedivih transakcija su:

- Identificiranje osnove usporedbe,
- Identificiranje relevantnih transakcija i izračun ključnih pokazatelja vrijednosti navedenih transakcija,
- analiza usporednih kvalitativnih i kvantitativnih sličnosti i razlika između usporedive imovine i predmetne imovine,
- usklade, ako je primjenjivo, između predmetne imovine i usporedive imovine,
- izračun vrijednosti temeljem usklađenih podataka.

Metodologija i pristup procjeni vrijednosti

Kriterij za odabir usporedivih transakcija

Usporedive transakcije treba odabiru na sljedeći način:

- potrebno je identificirati više transakcija, najmanje tri,
- transakcije istom ili vrlo sličnom imovinom daju bolju indikaciju vrijednosti od imovine koju je potrebno usklađivati,
- transakcije koje su se dogodile bliže datumu procjene vrijednosti su reprezentativnije za tržište na taj datum od starijih transakcija,
- transakcije trebaju biti provedene između neovisnih strana,
- informacije o transakciji trebaju biti jasne i nedvojbene,
- informacije o usporedivim transakcijama trebaju biti iz pouzdanog izvora, i
- realizirane transakcije pružaju bolje dokaze procjene vrijednosti od namjeravanih transakcija.

Postupak postizanja nagodbe u postupku izvanredne uprave Agrokora

Trgovački sud u Zagrebu je na osnovi potpisa vlasnika Agrokora d.d. i prijedloga Agrokora d.d. od 7. travnja 2017. godine, otvorio 10. travnja 2017. godine postupak izvanredne uprave nad Agrokorom d.d. i njegovim povezanim i ovisnim društvima sukladno Zakonu o postupku izvanredne uprave u trgovačkim društvima od sistemskog značaja za Republiku Hrvatsku.

Postupkom izvanredne uprave obuhvaćeno je osamnaest dioničkih društava i pedeset i sedam društava s ograničenom odgovornošću u Republici Hrvatskoj, odnosno povezana i ovisna društva u kojima Agrokor d.d. drži najmanje 25% udjela.

Izvanrednog povjerenika birala je Vlada Republike Hrvatske, sa zadaćom normaliziranja poslovanja koncerna na način da se zamrznu sve obveze koncerna i da o naplati tražbina nastalih do 10. travnja 2017. godine odluče vjerovnici u vjerovničkom vijeću (tzv. "stari dug"). No, izvanredna uprava mogla je odobriti i isplaćivanje potraživanja nastalih prije 10. travnja 2017. godine po diskrecijskoj osnovi ako procijeni da je to nužno za nastavak poslovanja tvrtke. Za razliku od starog duga, granični dug je onaj koji je nastao prije 10. travnja 2017. godine, s datumom dospijeća nakon 10. travnja. I on se mogao platiti po diskrecijskoj odluci izvanrednog povjerenika umjesto da čeka nagodbu. Sva nova potraživanja nastala nakon 10. travnja 2017. godine trebala su se plaćati iz redovitog poslovanja kao i troškovi izvanredne uprave i njihovih savjetnika.

Svim vjerovnicima upućen je javni poziv da prijave svoje tražbine zajedno s instrumentima osiguranja plaćanja, te je prijava tražbina podnesena Trgovačkom sudu 17. kolovoza 2017. godine, odnosno konačna ispravljena verzija prijavljenih tražbina podnesena je 15. siječnja 2018. godine. Vjerovnici su imali pravo osporavanja prijavljenih tražbina, te su tako tijekom proljeća 2018. godine pravomoćnom sudskom odlukom osporene tražbine po jamstvima i tražbine po osnovi obveznica. O Nagodbi je glasovano 4. srpnja 2018. godine i za nju se izjasnilo 80,2% vjerovnika.

Nagodbom je definirano kako su tražbine vjerovnika, koji su treće osobe i imaju nepodmirene neosigurane tražbine nastale prije otvaranja postupka prema Agrokor grupi, „Nepotpuno naplative tražbine“, te da će vjerovnici takvih tražbina (osim ako su već primili novčanu isplatu za Nepotpuno naplative tražbine manjeg iznosa) primiti komplet dvaju instrumenata koje će izdati Nizozemska holding društva, a koji će se sastojati od novog vlasničkog kapitala i strukturno subordinirane zamjenjive obveznice.

Isto je rezultiralo time da je Fortenova grupa na datum početka provedbe bila u ekonomskom vlasništvu Vjerovnika Nepotpuno naplativih tražbina, kao imateljima novih instrumenata koji su po Nagodbi primili komplet novih instrumenata kapitala koje su izdali Aisle STAK (kasnije: Fortenova Group STAK Stichting) i Aisle Dutch TopCo BV (kasnije: Fortenova Group TopCo BV).

Postupak postizanja nagodbe u postupku izvanredne uprave Agrokora

U strukturi Fortenove grupe, Fortenova Group STAK Stichting drži sve poslovne udjele u Fortenova Group TopCo B.V., a zauzvrat su izdane depozitarne potvrde („Depozitarne potvrde“, engl. *depository receipt – DR*), koje drži skrbnik.

Svaki Imatelj potvrda ima jedan glas po Depozitarnoj potvrdi, s iznimkom Depozitarnih potvrda koje su registrirane na ime Escrow agenta za vrijednosne papire, koji nemaju pravo glasa i neće se uzimati u obzir prilikom utvrđivanja bilo kakvog rezultata glasovanja i određivanja kvoruma.

Fortenova Group TopCo B.V. je uz Depozitarne potvrde izdao dužničke instrumente u obliku zamjenjivih (konvertibilnih) obveznica na ime (engl. *convertible bonds – CB*) u ukupnom nominalnom iznosu do 1.149 milijuna eura („Zamjenjive obveznice“, a zajedno s Depozitarnim potvrdoma „Novi instrumenti“).

Depozitarne potvrde i Zamjenjive obveznice međusobno su vezane čime je onemogućen zaseban prijenos Zamjenjivih obveznica ili Prava iz obveznica i Depozitarnih potvrda. Odnosno, **Novi instrumenti se mogu prodavati/kupovati isključivo kao cjelina, i ne mogu se posebno prodavati obveznice, a posebno potvrde.**

Novi Instrumenti izdali su se sukladno nizozemskom mjerodavnom pravu te u kompletima koji se sastoje od:

- jedne Depozitarne potvrde koja se izdaje za iznos od EUR 1,00 (jedan euro), koji iznos se sastoji od nominalnog iznosa Depozitarne potvrde od EUR 0,01 (nula eura i jedan cent) i iznosa od EUR 0,99 (nule eura i devedeset i devet centi) za koji se Depozitarna potvrda izdaje iznad nominalnog iznosa (premija ili agio) te
- četiri Prava iz obveznica nominalnog iznosa od EUR 1,00 (jedan euro) svako,
- ukupne nominalne vrijednosti od EUR 5,00 (pet eura) (od kojih je svaki „Komplet novih instrumenata“).

Trgovanje Novim instrumentima

Trgovanje Novim instrumentima je trenutno relativno ograničeno, i realizirano je u manjim količinama, ali na tržištu postoje informacije o nekoliko sklopljenih kupoprodajnih transakcija.

Od 2019. do danas, u javno poznatim transakcijama uglavnom je kao otkupitelj Novih instrumenata sudjelovalo društvo Prvo plinarsko društvo d.o.o., koje je na taj način otkupilo oko 6,4% udjela u Fortenova grupi, od više malih dobavljača, u transakcijama u kojima je na taj način prenošeno od 0,1% do više postotaka udjela.

Prema javno dostupnim informacijama, takve transakcije su sklopljene po cijenama od 25% do 50% nominalne vrijednosti jednog Kompleta novih instrumenata, odnosno u iznosu od EUR 1,25 do EUR 2,5 po Kompletu novih instrumenata.

Kako je tijekom 2021. godine Fortenova grupa uspješno prodala društva iz segmenta zamrznute hrane (Ledo d.o.o. i društva u vlasništvu) međunarodnoj grupaciji Nomad Foods, te je obavljen prijenos Mercatorovih dionica na Fortenova grupu, te kako iz do sada objavljenih polugodišnjih financijskih pokazatelja proizlazi da je konsolidirana i nekonsolidirana grupa ostvarila značajno bolje rezultate u odnosu na isto polugodišnje 2020. godine, uslijed čega se očekuje ispunjenje uvjeta za isplatu godišnjeg duga, prije roka koji je određen Nagodbom, **stoga se razumno može očekivati da će u prvom, a najkasnije u drugom tromjesečju 2022. godine doći do povećanja obujma prodaje Novih instrumenata, kao i do rasta vrijednosti po kojoj je iste moguće prodati.**

Također, u lipnju 2021. predsjednik Uprave Sberbank d.d. najavio je prodaju Sberbankova udjela u Fortenova grupa d.d. u roku od naredne dvije godine, a u listopadu 2021. je objavljeno kako Sberbank razmatra inicijalnu javnu ponudu Fortenova grupe d.d. kao jednu od svojih izlaznih opcija (najranije u 2023. godini). Navedena informacija će također utjecati na vrijednost Novih instrumenata, budući da je Sberbank vlasnik 44% udjela u Fortenova grupi.

Trgovanje Novim instrumentima

U nastavku dajemo pregled osnovnih financijskih pokazatelja koji su do sada objavljeni u pogledu poslovanja Fortenova grupe u 2021. godini.

Polugodišnji podaci (od 1.1. do 30.6.) poslovanja za 2021. godinu Fortenova grupe d.d. su sljedeći:

- Konsolidirana neto dobit iznosi 318 milijuna kn,
- Konsolidirani prihod iz kontinuiranog poslovanja iznosi 12 milijardi kn (35% više u odnosu na isto polugodište 2020.),
- Prilagođena konsolidirana EBITDA iznosi 1,1 milijarde kn (14% više u odnosu na polugodište 2020.),
- Nekonsolidirana neto dobit od prodaje veća je za 2,4% (u odnosu na polugodište 2020.),
- Nekonsolidirana EBITDA veća je za 12,5% (u odnosu na polugodište 2020.),
- Nekonsolidirani EBIT veći je za 39,5% (u odnosu na polugodište 2020.).

Polugodišnji podaci (od 1.1. do 30.6.) poslovanja za 2021. godinu Fortenova grupe d.d. po poslovnim područjima:

- Prehrana - 12,5% veći neto prihod od prodaje, porast EBITDA-e od 23,6% i povećanje EBIT-a od 40,1% (u odnosu na isto polugodište 2020.),
- Maloprodaja (uključujući Mercator) - rast prihoda od 1,2%, porast EBITDA-e za 10,9% i EBIT za 65,9% (u odnosu na isto polugodište 2020.),
- Poljoprivreda - pad prihoda od 12,5%, smanjenje EBITDA-e na 19 milijuna kn i smanjenje EBIT-a na 21 milijun kn (u odnosu na polugodište 2020.).

Temeljem navedenih financijskih pokazatelja (najvećim dijelom značajnog rasta EBITDA pokazatelja), realno je za očekivati da će vrijednost Novih instrumenata po objavi financijskih izvještaja Fortenova grupe za 2021. godinu porasti za najmanje 20% do 30% tijekom 2022. godine, odnosno da će se Novi instrumenti moći realizirati uz manji diskont, tj. po nominalnoj vrijednosti iznad 50% do 60%.

Procjena vrijednosti Novih instrumenata koje drži Adelso Trgovina d.o.o. u stečaju

Temeljem informacija o sklopljenim usporedivim transakcijama Novim instrumentima između nepovezanih stranaka, dobavljača koji posjeduju manji postotak Novih instrumenata, objavljenih u razdoblju od 2019. do datuma ove procjene, za koje se razumno može zaključiti da su sklopljene po tržišnim uvjetima, budući da su u određenoj mjeri realizirane i putem javne dražbe, proizlazi da se Novim instrumentima trguje u ograničenim količinama po cijenama koje se kreću u rasponu od 25% do 50% nominalne cijene Kompleta novih instrumenata, odnosno po cijenama od 1,25 EUR do 2,5 EUR po Kompletu novih instrumenata.

Adelso trgovina d.o.o. u stečaju trenutno drži 35.268 Kompleta novih instrumenata, nominalne vrijednosti od 176,360 EUR. Primjenom cijena ostvarenih u realiziranim usporednim transakcijama, odnosno po cijenama od 25% do 50% nominalne cijene proizlazi da se trenutno vrijednost navedenih Novih instrumenata koje drži Adelso trgovina d.o.o. u stečaju kreće u rasponu od 44,085 EUR do 88,170 EUR.

Zaključak – Sažetak procjene vrijednosti Novih instrumenata Fortenova grupe

Procjena vrijednosti Novih instrumenata Fortenova Grupe provedena je metodom usporedivih transakcija na dan 30. rujna 2021. godine.

Trgovanje Novim instrumentima je trenutno relativno ograničeno, i realizirano je u manjim količinama, ali na tržištu postoje informacije o nekoliko sklopljenih kupoprodajnih transakcija.

Od 2019. do danas, u javno poznatim transakcijama uglavnom je kao otkupitelj Novih instrumenata sudjelovalo društvo Prvo plinarsko društvo d.o.o., koje je na taj način otkupilo oko 6,4% udjela u Fortenova grupi, od više malih dobavljača, u transakcijama u kojima je na taj način prenošeno od 0,1% do više postotaka udjela.

Za navedene transakcije se razumno može zaključiti da su sklopljene po tržišnim uvjetima, budući da su u određenoj mjeri realizirane i putem javne dražbe.

Prema javno dostupnim informacijama, takve transakcije su sklopljene po cijenama od 25% do 50% nominalne vrijednosti jednog Kompleta novih instrumenata, odnosno u iznosu od EUR 1,25 do EUR 2,5 po Kompletu novih instrumenata.

Adelso trgovina d.o.o. u stečaju trenutno drži 35.268 Kompleta novih instrumenata, nominalne vrijednosti od 176,360 EUR. Primjenom cijena ostvarenih u realiziranim usporednim transakcijama, odnosno po cijenama od 25% do 50% nominalne cijene proizlazi da se trenutno vrijednost navedenih Novih instrumenata koje drži Adelso trgovina d.o.o. u stečaju kreće u rasponu od 44,085 EUR do 88,170 EUR.

Kako iz do sada objavljenih polugodišnjih financijskih pokazatelja Fortenova Grupe proizlazi da je konsolidirana i nekonsolidirana grupa ostvarila značajno bolje rezultate u odnosu na isto polugodišnje 2020. godine, uslijed čega se očekuje ispunjenje uvjeta za isplatu graničnog duga, prije roka koji je određen Nagodbom, stoga se razumno može očekivati da će u prvom, a najkasnije u drugom tromjesečju 2022. godine doći do povećanja obujma prodaje Novih instrumenata, kao i do rasta vrijednosti po kojoj je iste moguće prodati.

Temeljem navedenih financijskih pokazatelja (najvećim dijelom značajnog rasta EBITDA pokazatelja), realno je za očekivati da će vrijednost Novih instrumenata po objavi financijskih izvještaja Fortenova grupe za 2021. godinu porasti za najmanje 20% do 30% tijekom 2022. godine, odnosno da će se Novi instrumenti moći realizirati uz manji diskont, tj. po nominalnoj vrijednosti iznad 50% do 60%.