

Predstavitev poteka pogajanj z glavnim delničarjem in strokovnih podlag VZMD glede ustreznosti predlagane višine denarne odpravnine v postopku izključitve manjšinskih delničarjev družbe ACH d.d. na dan 28.4.2017

- Od skupščine družbe ACH d.d. z dne 28.4.2017, na kateri je bil izglasovan sklep o izključitvi malih delničarjev, pa vse do danes so med glavnim delničarjem družbo Protej d.o.o. in predstavniki VZMD potekali številni sestanki glede primerne denarne odpravnine, v katerih je po našem prepričanju glavni delničar nastopal na zelo ne transparenten način in celo zavajajoče. Še do danes nam glavni delničar ni posredoval cenitvenega poročila, na podlagi katerega je določil denarno odpravnino malim delničarjem, kar je osnovni standard v tovrstnih postopkih. Našim strokovnim sodelavcem je bilo cenitveno poročilo poleg na sami skupščini dostopno v pogled le še dvakrat v omejenem času, pri čemer ni bilo dovoljeno izvajati kopiranja posameznih delov cenitvenega poročila. Pridobitev osnovne dokumentacije (cenitvena poročila, podatki o poslovanju podjetja v času iztisnitve) na podlagi katere glavni delničar določi denarno odpravnino ni samo osnovni poslovni standard temveč tudi zakonska zahteva, ki jo v tem primeru glavni delničar družba Protej d.o.o. grobo krši. V VZMD smo glavnega delničarja večkrat pisno in ustno pozvali k predložitvi osnovne dokumentacije neposredno ter preko predstavnikov poravnalnega odbora, vendar nam do danes razen nekaterih skopih in celo zavajajočih podatkov in navedb ni uspelo pridobiti cenitvenih poročil. Verjetno ni potrebno posebej poudarjati, da že samo dejstvo, da glavni delničar nastopa izredno ne transparentno vzbujata dvom v ustreznost cenitvenih ocen ter s tem v primernost ponujene višine denarne odpravnine malim delničarjem.

- Po dosedanjih sestankih s predstavniki glavnega delničarja (družbe Protej d.o.o.) ter izvedenih analizah naših notranjih in zunanjih strokovnih sodelavcev smo v VZMD prepričani, da ocena vrednosti družbe ACH d.d. z dne 30.9.2016, na podlagi katere je družba Protej d.o.o. določila denarno odpravnino malim delničarjem, ni primerna osnova za določitev denarnega nadomestila malim delničarjem. V VZMD stojimo na stališču, da je ponujena denarna odpravnina v višini 83 EUR na delnico odločno prenizka, za kar smo predložili številne strokovne podlage, ki več kot očitno kažejo, da pri vrednotenju ključnih naložb družbe ACH d.d., kot so naložba v 99,72% kapitala družbe Adria Mobil d.o.o., 75,32% kapitala družbe Union Hotelov d.d. in 100% kapitala družbe Avto Triglav d.o.o. ni bilo upoštevano premoženjsko in profitno stanje teh družb na dan izključitve. Dosedanje strokovne podlage so pokazale, da razlika v oceni vrednosti ključnih družb v skupini ACH (Adria Mobil, Union Hoteli in Avto Triglav) med vrednostjo, ki jo zagovarja glavni delničar in našo trenutno oceno vrednosti, ki izhaja iz vrednotenja na podlagi primerljivih borznih podjetij, znaša skupaj kar 259,4 mEUR oziroma kar 97,7 EUR na delnico. Pri vseh ostalih nespremenjenih predpostavkah bi morala primerna denarna odpravnina znašati 180,7 EUR na delnico, kar je za 117,7% več od ponujene denarne odpravnine. V PRILOGI 1 so predstavljene strokovne podlage za ocene vrednosti družb Adria Mobil, Union Hoteli in Avto Triglav, ki jih zagovarjamo v VZMD.

Ključne naložbe ACH	Ocena vrednosti glavnega delničarja	Ocena srednje vrednosti VZMD	Razlika
Avto Triglav -100%	900	11.247	10.347
Adria Mobil -99,72%	223.200	419.420	196.220
Hoteli Union - 75,35%	18.791	53.095	34.304
Skupaj	242.891	483.762	240.871
# delnic prilagojeno za lastne delnice	2.466.409	2.466.409	2.466.409
# delnic	2.602.313	2.602.313	2.602.313
# lastnih delnic	135.904	135.904	135.904
Vrednost ključnih naložb ACH / delnico	98,5	196,1	97,7

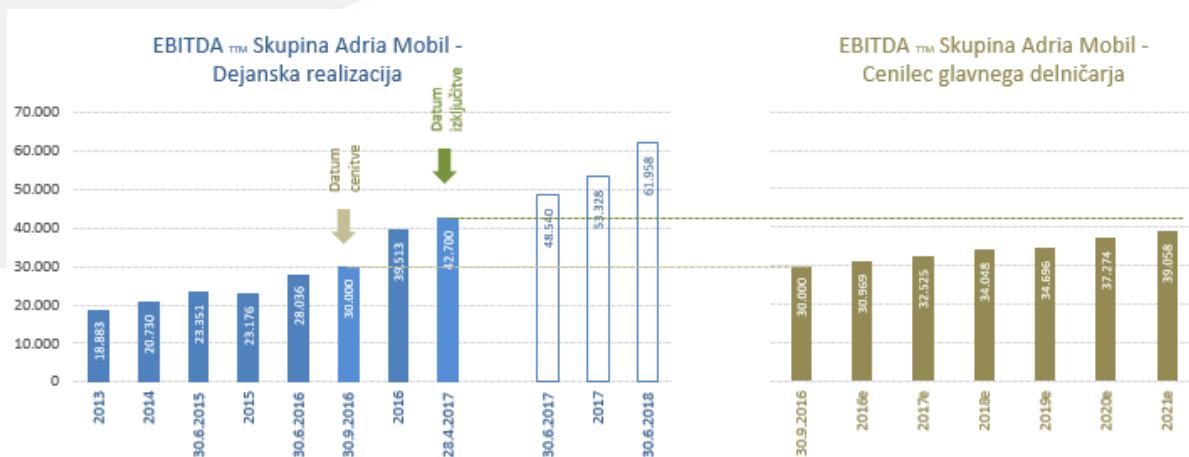
- Ocene vrednosti za najpomembnejši družbi Adria Mobil d.o.o. in Union Hoteli d.d. so osnovane na podlagi primerljivih podjetij uvrščenih na borzo ob uporabi mnogokratnika EV/EBITDA, ki je v praksi ocenjevanj vrednosti podjetij ter postopkih nakupov in prodaj družb najpogosteje uporabljen mnogokratnik. Ocena vrednosti družbe Avto triglav d.o.o. temelji na oceni tki. likvidacijske vrednosti ob postopku redne likvidacije iz razlogov, ki so navedeni spodaj. Spodaj predstavljene strokovne podlage so VZMD služile kot osnova pri začetni argumentaciji višine primerne denarne odpravnine ter hkrati pokazatelj, kako trg kapitala neodvisno in transparentno pokaže ocene vrednosti ključnega premoženja družbe ACH d.d..
- Spodnja tabela več kot očitno pokaže, da je vrednost tržnih mnogokratnikov EV/EBITDA primerljivih borznih podjetij za Adrio Mobil in Union Hotele, dveh daleč najpomembnejših družb v skupini ACH, v času iztisnitve malih delničarjev ležala bistveno višje od učinkovitih vrednosti, ki so bile uporabljene pri določitvi denarne odpravnine v višini 83 EUR na delnico s strani glavnega delničarja.

Ključne naložbe ACH	Ocena vrednosti glavnega delničarja	Vrednosti mnogokratnika EV/EBITDA, ki izhajajo iz ocenjenih vrednosti glavnega delničarja na različne datume				Vrednosti mnogokratnika EV/EBITDA primerljivih borznih podjetij na dan izključitve 28.4.2017		
		30.9.2016	31.12.2016	28.4.2017	30.6.2017	Spodnja meja	Srednja vrednost	Zgornja meja
Avto Triglav -100%	900		-0,4	-1,5				
Adria Mobil -99,72%	223.200	7,2	6,6	5,3	4,8	9,4	9,7	14,8
Hoteli Union - 75,35%	18.791	8,2	6,1	5,2	4,8	10,5	11,4	13,2

- V VZMD smo se odločili, da angažiramo zunanje strokovnjake za ocenjevanja vrednosti podjetij in smo se dogovorili za izvedbo vrednotenja družbe ACH na dan 28.4.2017, kjer bodo naložbe v Adrio Mobil, Union Hotele in Avto Triglav ocenjene tudi na podlagi drugih metod vrednotenja (DCF) ter bomo tako razpolagali z dodatnimi strokovnimi podlagami pri argumentaciji naših stališč. Delovna verzija poročila povsem potrjuje naše preliminarne ocene, ki so predstavljene spodaj, tako da bomo v nadaljevanju našega postopka z glavnim delničarjem predstavili tudi naše zaključne ugotovitve glede primerne denarne odpravnine. Začetna strokovna podlaga je predstavljena v Prilogi 1.

- Ocena vrednosti Adrie Mobil je tisto področje vrednotenja družbe ACH, pri katerem so bila izpostavljena največja razhajanja. Pri tem glavne razlike izhajajo pri interpretaciji normalizirane ravni EBITDA v času izključitve manjšinskih delničarjev kot osnove za projekcije EBITDA kot temeljnega gradnika denarnega toka. V ostalih komponentah denarnega toka ni večjih razhajanj. Cenitev glavnega delničarja je postavljena na dan 30.9.2016, pri čemer glavni delničar zagovarja, da začetna normalizirana EBITDA znaša na ravni 30,0 mEUR. Zatrjevanje VZMD je drugačno, in sicer je naše stališče, da je potrebno izhajati iz dneva izključitve 28.4.2017, kar je nenazadnje tudi zakonska določba. Ključna poanta je v tem, da je naše stališče, da je v vmesnem času med datumom 30.9.2016 in 28.4.2017 prišlo do materialne razlike v višini EBITDA ter da le-ta na dan 28.4.2017 znaša na ravni 43,0 mEUR, kar izhaja iz medletnih bilanc Skupine ACH, ki so bila javno objavljena, poleg tega pa nam je medletne podatke o EBITDA za obdobje 1-4 2016 in 1-4 2017 pred dnevi posredoval tudi glavni delničar. Torej iz javno objavljenih podatkov ter dodatno pridobljenih internih podatkov izhaja, da je poročana EBITDA na dan 28.4.2017 na letni ravni znašala kot zgoraj navedeno 43,0 mEUR. Glavni delničar je pojasnjeval, da je poročana EBITDA v letu 2016 in posledično na dan 28.4.2017 previsoka ter da jo je potrebno korigirati navzdol za 8,6 mEUR zaradi sproščanja rezervacij ter enkratnih prihodkov iz naslova prodaje osnovnih sredstev, hkrati pa je zamolčal in je zavajal tako poravnalni odbor kot VZMD, da je potrebno poročano EBITDA na drugi strani povečati za višino oblikovanih rezervacij ter enkratnih odhodkov iz naslova prevrednotovanj osnovnih sredstev in presežnih obratnih sredstev. V primeru normalizacije EBITDA kot izhodiščne ravni za projekcije poslovanja, je potrebno upoštevati tudi ukinitve pogodbe med Avto Triglavom in Adria Mobil iz naslova dobave sestavnih delov za njihove proizvode, po kateri je marža iz tovrstnih dobav delno ostajala na Avto Triglavu, po prekinitvi pogodbe v letu 2017, pa celotna marža pripada družbi Adria Mobil (Izpostavljamo, da je cenilec glavnega delničarja, pri oceni družbe Avto Triglav upošteval prekinitve pogodbe, zato predhodno del zadržane marže ni več sestavljal denarnega toka družbe Avto Triglav). Torej po izvedeni celoviti korekciji poročane EBITDA za vse oblikovane in porabljene rezervacije ter enkratne druge poslovne prihodke in odhodke pridemo do ocene normalizirane izhodiščne EBITDA, ki je približno enaka poročani EBITDA. Na podlagi celovite analize EBITDA in ne samo delnih popravkov navzdol, kot jih je izvajal glavni delničar, pridemo do zaključka, da se je v obdobju 30.9.2016 in 28.4.2017 EBITDA materialno povečala ter s tem tudi ocena vrednosti družbe Adria Mobil in posledično ocena vrednosti družbe ACH, kar je enako povečanju denarne odpravnine malim delničarjem.

Slika 1: Primerjava dejanske realizacije EBITDA Skupine Adria Mobil in projekcije EBITDA, ki jo je cenilec glavnega delničarja uporabil v cenitvi Adria Mobil in posledično denarne odpravnine malim delničarjem



Vir: Letna in medletna poročila Skupine Adria Mobil in prepis iz cenitvenega poročila cenilca glavnega delničarja

- Ob tem izpostavljamo, da je družba Adria Mobil v letu 2015 izdala obveznice na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev, tako da je poslovanje Skupine Adria Mobil izpostavljeno analizam in pregledu poučenih finančnih investorjev. V vseh svojih letnih poročilih Adria Mobil navaja izključno poročano EBITDA ter na tej osnovi prikazuje tudi izračune vrednosti finančnih kazalcev kot je npr. Finančni dolg / EBITDA, ki je eden od kazalcev, ki je bil pri izdaji obveznic določen kot kriterij za določitev spremembe obrestne mere. Adria Mobil se je torej zavezala, da bo jasno, transparentno in nepristransko v svojih letnih in medletnih poročilih prikazovala tudi vrednosti ključnih finančnih kazalcev, ki v števcu ali imenovalcu vključujejo postavko EBITDA. S tega vidika bi bilo popolnoma nesprejemljivo, če bi bila prilagojena EBITDA bistveno nižja od poročane EBITDA, kot to želi sedaj prikazati glavni delničar na primeru leta 2016 (v letu 2016 je poročana EBITDA Skupine Adria Mobil znašala 39,5 mEUR, pri čemer sedaj za primer izračuna denarne odpravnine glavni delničar želi zavajajoče pokazati, da realna oziroma prilagojena EBITDA za leto 2016 znaša 31,0 mEUR).

- S finančnega vidika sicer ne toliko pomembno, vendar z vsebinskega vidika ocena vrednosti družbe Avto Triglav v največji meri kaže na neustreznost cenitve glavnega delničarja. V tem primeru pridemo do absurdne ocene, kjer glavni delničar zatrjuje, da vrednost družbe Avto Triglav znaša 0,9 mEUR, pri čemer družba po odpovedi pogodbe z Adria Mobil iz osnovne dejavnosti prodaje avtomobilov in servisa ustvari letno za več kot 100 mEUR čistih prihodkov od prodaje. Gre za eno izmed vodilnih družb v panogi trgovine z motornimi vozili, kjer se je panožna neto protifabilnost v obdobju 2013-2017 gibala v razponu med 0,6% (čistih prihodkov od prodaje - ČPP in 1,7% ČPP, v povprečju pa je znašala 1,2%. V kolikor bi privzeli povprečje panoge bi morala družba Avto Triglav v povprečju ustvariti 1,2 mEUR čistega poslovnega izida letno, kar je 33,3% več od ocene vrednosti za 100% lastniški kapital.
- Po našem mnenju bi moral cenilec glavnega delničarja upoštevati vsaj likvidacijsko vrednost, ker je le-ta višja od vrednosti, ki izhaja iz delujočega podjetja, ki jo je ocenjeval cenilec. Glede na naravo dejavnosti poslovanja družbe Avto Triglav ter glede na strukturo sredstev na dan 31.12.2016 ocenjujemo, da vrednost lastniškega kapitala konec leta 2016 predstavlja dobro osnovo za preliminarno oceno likvidacijske vrednosti. Na dan 31.12.2016 so bile zaloge, terjatve in nepremičnine najpomembnejša sredstva podjetja, pri čemer so bile zaloge vrednotene po nabavnih vrednostih, zato je njihova tržna vrednost verjetno višja, medtem ko podjetje v letnem poročilu 2016 poroča, da so terjatve v celoti iztržljive, nepremičnine pa so bile v večini pridobljene v letu 2016 in zastavljene za kredit iz česar sklepamo, da so vrednotene po pošteni vrednosti. Iz povedanega sklepamo, da je vrednost lastniškega kapitala v višini 11.247 tEUR na dan 31.12.2016 dober »proxy« za oceno likvidacijske vrednosti. Četudi lastniški kapital ni popolnoma primerna referenčna vrednost za oceno likvidacijske vrednosti in le-ta leži nižje, bo v vsakem primeru poštena vrednost nekajkrat večja od ocene cenilca glavnega delničarja. V tem primeru gre za resnično aroganco glavnega delničarja pri izračunu vrednosti, ki se kaže v podcenjujočem odnosu do malih delničarjev ACH.

- Jasno je, da glavni delničar vse težje brani svojo oceno denarne odpravnine na temelju cenitev (metoda mnogokratnikov ali DCF metoda), kar je bilo pojasnjeno zgoraj, zato glavni delničar višino denarne odpravnine največkrat argumentira v kontekstu prevzema družbe Protej d.o.o. s strani francoske družbe Trigano ter zatrjuje, da je denarna odpravnina primerna, ker ustreza ceni po kateri je družba Trigano kupila večinski delež v družbi Protej d.o.o. V zvezi s potekom celotne transakcije glavni delničar do sedaj ni podal jasnih, točnih in nedvoumnih informacije oziroma ni želel pojasnjevati okoliščin in poteka transakcije. Glavni delničar je le navedel, da je bila transakcija po njegovem mnenju tržna med dvema neodvisnima strankama ter da je prevzemna cena znašala 180 mEUR. Pri tem je zelo zanimivo, da družba Trigano v letnem poročilu za leto 2018 (družba Trigano ima poslovno leto opredeljeno za obdobje 1.9. – 31.8.) podrobneje s finančnega razlaga transakcijo nakupa družbe Protej, kjer (str. 61) navaja, da je poštena transakcijska vrednost znašala 232,5 tmEUR (glej Prilogo 2). Glavnega delničarja smo zaprosili za pojasnilo, vendar odgovora zaenkrat še nismo dobili.
- V VZMD smo ob pomoči zunanjih strokovnjakov poskušali podrobno analizirati prevzemno transakcijo družbe Protej s strani družbe Trigano iz javno dostopnih podatkov, ker s strani glavnega delničarja ni bilo moč dobiti nobenih podatkov razen zgoraj navedene nakupne cene. Ugotavljamo, da je šlo za kompleksno transakcijo izvedeno v več korakih v obdobju sedmih mesecev, ki je pogojevala ve aktivnosti med katerimi izpostavljamo izključitev malih delničarje, delitev družbe ACH ter sporazum glede delitve premoženja in obveznosti družbe ACH. Več kot očitno je, da je bil nakup družbe Protej d.o.o. s strani prevzemnika družbe Trigano le tehnični korak v prevzemni nameri za pridobitev 85,0% efektivnega lastništva družbe Adria Mobil, medtem ko so glavni delničarji družbe Protej (preko katere so bili glavni delničar družbe ACH d.d.) zadržali lastništvo nad preostalim premoženjem v Skupini ACH. V okviru prevzemne transakcije in po izvedenem delitvenem načrtu družbe ACH d.d. so glavni delničarji družbe Protej postali lastniki (od)delitvenih družb ACH (Adria Mobil, kasneje preimenovana v AMH), ACH 2 (avtomobilski steber – Autocommerce, Avto triglav, AC Mobil) in ACH 3 (hotelski steber – Union Hoteli, kasneje preimenovano v Axor holding). Največji delničarji družbe Protej (efektivno tudi največji delničarji družbe ACH) so po prodaji deležev v družbi Protej zadržali lastništvo nad premoženjem družbe ACH skladno z delitvenem načrtom, kar pomeni, da efektivno niti niso prodajali svojih lastniških deležev. Tehnično so prodali svoje deleže v družbi Protej, vendar so kasneje nazaj odkupili oddeljene družbe skladno z delitvenim načrtom in medsebojnim delničarskim dogovorom. Tako je Sonja Gole še z nekaterimi drugimi delničarji zadržala lastništvo v družbi Protej d.o.o. (skupaj 15.0%) in so danes posredno solastniki Skupine Adria Mobil, družbeniki Rasto Odrlap, Damijan Vuk in Janko Šemrov so lastniki družbe ACH 2 (avtomobilskega stebra), medtem ko lastniška struktura družbe ACH 3, ki se je kasneje preimenovala v Axor holding javno ni znana, ker je lastništvo družbe določeno na prinosnika (domnevamo, da je pretežno lastništvo družbe Axor holding v rokah družine Rigelnik ali z njimi povezanimi osebami). Predstavniki glavnega delničarja so na dosedanjih sestankih večkrat izpostavili, da je bilo v okviru delničarjev družbe Protej več skupin (frakcij) delničarjev z različnimi interesi, da so imeli v letih pred prodajo družbe Protej družbi Trigano notranje boje in spore glede prodaje določenega premoženja, ter da je bila prodaja družbe Protej in delitveni načrt družbe ACH kompromisna rešitev sporov med delničarji družbe Protej. V takšnih razmerah motiv največjih delničarjev ni bila optimizacija cene, ampak bolj pravila delitvenega načrta premoženja ter s tem relativna razmerja med delničarji. Za pravilno razumevanje višine prevzemne cene za družbo Protej s strani družbe Trigano in posledično ustreznosti te prevzemne cene v okviru postopka izključitve manjšinskih delničarjev družbe ACH kot podrejene družbe družbi Protej, je potrebna seznanitev z vsemi okoliščinami prevzemne transakcije

družbe Protej. Tudi poravnalni odbor je na zadnjih sestankih poudaril, da je potrebno preveriti okoliščine transakcije, ali je šlo za tki. »*arm's length transaction*«. Glavnega delničarja smo zaprosili za naslednja pojasnila vezana na prevzemno transakcijo družbe Protej:

- Katero je bilo časovno obdobje pogajanj pred določitvijo prevzemne cene (namere o prevzemu družbe Protej) ter s tem nabor podatkov, ki je bil dostopen (posredovan) družbi Trigano pri določanju prevzemne cene. Dogovor glede prevzemne transakcije je bil sklenjen 5.1.2017, kar pomeni, da so se parametri celotne transakcije določali v drugi polovici leta 2016 na podlagi medletnih finančnih izkazov družb v Skupini ACH, verjetno na podlagi tistih podatkov kot so bili dostopni pri izvedbi cenitve za potrebe izključitve manjšinskih delničarjev. V kolikor se je prevzemna cena določila na obsegu enakih podatkov kot se je izvajala cenitev družbe ACH, kar je razumna domneva, saj sta oba postopka časovno sovpadala, ima prevzemna cena enako naravo pomanjkljivosti kot jih ima ocena vrednosti družbe ACH s strani glavnega delničarja za določanje denarne odpravnine pri izključitvi malih delničarjev, in sicer cenitev glavnega delničarja je izvedena na dan 30.9.2016, medtem ko se je izključitev izvedla na dan 28.4.2017, pri čemer je v vmesnem obdobju prišlo do materialne razlike v uspešnosti poslovanja zlasti Skupine Adria Mobil, ki ima daleč največji vpliv na višino denarne odpravnine. Za primerjavo navajamo, da je EBITDA Skupine Adria Mobil na dan 30.9.2016 znašala na ravni 30 mEUR (izhaja iz cenitvenega poročila glavnega delničarja), medtem ko je na dan 28.4.2017 normalizirana EBITDA ob upoštevanju popravkov za oblikovanje in odpravo rezervacij ter drugih enkratnih vplivov na poslovanje družbe znašala precej več kot 40 mEUR.
- Ker se prevzemna cena nanaša na družbo Protej in ne neposredno na družbo ACH, za katero se je določila denarna odpravnina, smo glavnega delničarja zaprosili za pojasnilo, kako je višina obveznosti družbe Protej vplivala na prevzemno ceno, oziroma obratno, kako in v kakšnem obsegu je prevzemna cena za matično družbo relevantna tudi za oceno vrednosti hčerinske družbe (ACH) oziroma njenih odvisnih družb;
- Zanimali so nas tudi ostali pogoji in okoliščine transakcije kot so: iztisnitev malih delničarjev, delitveni načrt, poplačilo dolgov, razdelitev kupnine in premoženja, ostali relevantni pogoji);
- Ključnega pomena za vrednostno razumevanje transakcije je tudi vzpostavitev nakupnih/prodajnih opcij, ki so bile vzpostavljene med družbo Trigano in skupino delničarjev na čelu s Sonjo Gole, ki so zadržali lastništvo v družbi Protej. Takšni sporazumi so v praksi običajni in šele ob poznavanju tovrstnih dogovorov lahko sodimo o dejanski ceni v prevzemnih transakcijah. Iz letnega poročila družbe Trigano za leto 2018 namreč izhaja, da obstaja pravica družbe Trigano, da odkupi lastniški delež v družbi Protej do 100% do leta 2025.

- V VZMD smo poleg zgoraj izpostavljenih točk, ki so bistvenega pomena za presojo višine primerne denarne odpravnine, izpostavljali nestrinjanje oziroma pomisleke tudi na drugih področjih kot jih na kratko navajamo v nadaljevanju:

- Izpostavili smo pomislek glede davčne obravnave izračuna primerne denarne odpravnine, in sicer ravno glavni delničar s postopkom delitve družbe ACH d.d. in posledičnim združevanjem hčerinskih družb dokazuje, da je moč davčne olajšave iz matičnega holdinga ter s tem odložene terjatve za davek prenesti na oddeljene delujoče družbe, kar pomeni, da odložene terjatve za davke in ostale davčne izgube preteklih let ohranjajo svojo vrednost, kar pri oceni vrednosti glavnega delničarja ni bilo upoštevano.
- Izpostavili smo tudi nestrinjanje s posameznimi diskontnimi stopnjami, ker je cenilec glavnega delničarja po našem mnenju neupravičeno določeval premije za specifična tveganja in je s tem povečeval diskontne stopnje pri vrednotenju vseh podjetij, še največ ravno pri vrednotenju družbe Adria Mobil, kar je negativno vplivalo na ocene vrednosti. Cenilec je pri vseh podjetjih uporabil premijo za specifično tveganje vsaj v višini 2,0 odstotnih točk, kar je po našem mnenju glede na naravo poslovanja teh družb popolnoma nesprejemljivo. V primeru Adria Mobil se je na datum vrednotenja že vedelo, da bo novi lastnik strateški partner, ki je eden izmed vodilnih igralcev na evropskem trgu karavaninga, kar zagotovo znižuje morebitna posamična specifična tveganja. Poleg tega je kot pojasnjeno zgoraj Adria Mobil v letu 2015 izdala obveznico po popolnoma tržni ceni brez kakršnihkoli presežnih pribitkov na obrestno mero, kar potrjuje, da poučeni investitorji družbi Adria Mobil takrat niso pripisovali prav nikakršnih znatnih specifičnih tveganj, razen tistih, ki jih običajno 'nosi' podjetniška obveznica glede na panogo v kateri posluje podjetje, kar pa je pri izračunu diskontnih stopenj pri vrednotenju podjetij že upoštevano v okviru tržne premije za tveganje ob uporabi panožne bete.
- Izpostavili smo pomisleke tudi glede upravičenosti upoštevanja opcijske pogodbe pri vrednotenju Union Hotelov. Glavni delničar zatrjuje, da moramo pri izračunu ocene vrednosti Union Hotelov upoštevati tudi vrednost opcije, ki jo ima eden izmed delničarjev družbe Union Hoteli, po kateri ima ta delničar pravico prodati delnice družbe Hoteli Union po določeni ceni, pri čemer morebitni negativni učinek bremeni delničarja ACH d.d.. Pri tem glavni delničar samo navaja učinke te opcije, medtem ko predstavnikom VZMD ali njihovim pooblaščenecem tudi na vpogled ne pokaže opcijske pogodbe s pojasnilom, da gre za poslovno skrivnost. Popolnoma neustrezno in ne transparentno se nam zdi ravnanje glavnega delničarja v zvezi z ne razkrivanjem delničarskega sporazuma (opcije) med družbo ACH d.d. in drugim delničarjem, ki po izvedeni cenitvi glavnega delničarja materialno negativno vpliva na oceno vrednosti. V zvezi s tem pričakujemo, da bo glavni delničar zagotovil vsaj minimalni standard transparentnosti in bo dovolil odvetniku in pooblaščenцу manjšinskih delničarjem ter članom poravnalnega odbora vpogled v ta delničarski sporazum. Takšen vpogled bi odpravil kakršnikoli dvom vezano na to problematiko.

PRILOGA 1: Predstavitev strokovnih podlag za oceno vrednosti ključnih naložb družbe ACH d.d. na dan 28.4.2017 na podlagi primerljivih podjetij uvrščenih na borzo

1.1. Namen in predmet strokovnih podlag

Predmet pregleda je ocena vrednosti sredstev družbe ACH d.d., ki je bila uporabljena pri določitvi denarne odpravnine manjšinskim delničarjem družbe ACH d.d. v postopku njihove izključitve s strani glavnega delničarja družbe Protej d.o.o. na dan 28.4.2017. Naročnik VZMD, ki v postopku izključitve manjšinskih delničarjev družbe ACH d.d. zastopa del manjšinskih delničarjev, je zunanjega Izvajalca zaprosil za krajše mnenje o primernosti višine ocenjenih sredstev družbe ACH d.d., ki so bile upoštevane pri določitvi denarne odpravnine v postopku izključitve manjšinskih delničarjev družbe ACH d.d. na dan 28.4.2017.

Namen našega pregleda podati mnenje v zvezi z ocenami naložb družbe ACH d.d. v kapital ključnih odvisnih družb kot so naložba v družbe Adria Mobil d.o.o., Hoteli Union d.d. in Avto Triglav d.o.o., ki so bile uporabljene pri določitvi primerne denarne odpravnine v predmetnem postopku izključitve na dan 28.4.2017.

Mnenje smo pripravili na podlagi »Poročilo neodvisnega revizorja o primernosti denarne odpravnine v postopku izključitve manjšinskih delničarjev in prenosu delnic družbe ACH d.d., z dne 24. marec 2017« in »Poročilo glavnega delničarja Protej d.o.o. o izključitvi manjšinskih delničarjev na podlagi 386. člena ZGD-1, z dne 24. marec 2017«, ki smo jih prejeli s strani Naročnika skupaj z nekaterimi pojasnili in podatki glede ocenjevanja vrednosti posameznih naložb družbe ACH d.d. ter na podlagi javno dostopnih podatkov. Pri pripravi mnenja nismo imeli vpogleda v cenitveno dokumentacijo družbe ACH d.d. in njenih odvisnih družb, ki je glavnemu delničarju služila kot strokovna podlaga pri določitvi denarne odpravnine manjšinskim delničarjem. V okviru naših analiz nismo izvajali razgovora s poslovodstvom družbe ACH d.d. oziroma družbami, ki so nastale po poslovnem in statusnem preoblikovanju družbe ACH d.d., prav tako pa nismo opravili razgovora s poslovodstvi družb, katerih ocene vrednosti smo presojali v našem mnenju.

1.2. Uporabljeni viri poročila

Pri pripravi tega mnenja smo uporabili naslednje vire in literaturo:

- Poročilo neodvisnega revizorja o primernosti denarne odpravnine v postopku izključitve manjšinskih delničarjev in prenosu delnic družbe ACH d.d., z dne 24. marec 2017
- Poročilo glavnega delničarja Protej d.o.o. o izključitvi manjšinskih delničarjev na podlagi 386. člena ZGD-1, z dne 24. marec 2017
- Tabela projekcij poslovanja družb Adria Mobil d.o.o. in Avto Triglav d.o.o. do leta 2021, ki so bile uporabljene v cenitvenem poročilu cenilca glavnega delničarja – prepis tabele je bil pripravljen s strani strokovnih sodelavcev VZMD
- Baze podatkov in spletne strani: GVIN, Banka Slovenije, MTS, Infinancials, Duff & Phelps - CRSP Deciles Size Premium, Ajpes

- Širša aktualna strokovna literatura s področja ocenjevanja vrednosti podjetij

1.3. Skupina Adria Mobil

- Analiza je izvedena na podlagi letnih in medletnih konsolidiranih podatkov Skupine Adria Mobil za obdobje 2015 – 2017. Podatki so pridobljeni iz letnih poročil družbe Adria Mobil. Za obdobje 28.4.2017 so podatki o uspešnosti poslovanja ocenjeni na podlagi dejanskih javno objavljenih podatkih o poslovanju Skupine Adria Mobil na dan 31.12.2016 in 30.6.2017 (ocena bilanc na 28.4.2017 je izvedena na način, da smo bilančne postavke na dan 31.12.2016 popravili za del razlik v postavkah obeh presečnih bilanc, pri čemer delež razlike ustreza deležu polletnega obdobja, ki ga predstavlja datum 28.4.2017). Podatki na dan 30.9.2016 so pridobljeni s strani VZMD in izhajajo iz predmetnega cenitvenega poročila.
- V naši analizi je dobiček iz poslovanja pred amortizacijo (EBITDA) opredeljen kot ključni parameter uspešnosti poslovanja, ker naša analiza temelji na uporabi mnogokratnika EV/EBITDA, ki prikazuje razmerje med vrednostjo celotnega kapitala (EV-enterprise value) in EBITDA. Gre za v praksi enega najpogosteje uporabljenih tržnih oziroma transakcijskih mnogokratnikov.
- V obdobju 2015-2017 se je uspešnost poslovanja Skupine Adria Mobil vseskozi izboljševala. Iz ocene poslovanja na dan izključitve (28.4.2017 – gre za našo oceno, dejanski podatki so na voljo v preučevanem podjetju) ugotavljamo, da gre za velike razlike o uspešnosti poslovanja med datumom cenitve (30.9.2016) in datumom izključitve. Razlika v poslovanju se kaže v dvigu EBITDA_TTM (izraz TTM se nanaša na poslovanje v zadnjih 12 mesecih), ki se iz 30.969 tEUR na dan 30.9.2016 poveča na 42.742 tEUR na dan 28.4.2017. Prav tako se v tem obdobju poveča EBITDA marža iz 8,6% na 11,7%. Pozitivni trend poslovanja je moč ugotoviti že na podlagi podatkov za leto 2016. Izboljšanje poslovanja se je nadaljevalo tudi v letu 2017, kar je moč razbrati iz polletnih in letnih podatkov o poslovanju Skupine Adria Mobil za leto 2017. Podatke po datumu izključitve navajamo zgolj informativno, ker le te potrjujejo uspešen trend poslovanja, ki se je nakazoval v obdobju 2015 – 28.4 2017 in o katerem je preučevano podjetje poročalo v svojih poslovnih poročilih do datuma izključitve.
- Na dan 30.9.2016 je ocena vrednosti cenilca za 99,72% lastniški delež v družbi Adria Mobil znašala 223.827 tEUR oziroma je ocena vrednosti za 100% lastniški delež znašala 225.552 tEUR. Ob upoštevanju vrednosti neto dolga v višini -55 tEUR je na dan 30.9.2016 efektivna vrednost mnogokratnika EV/EBITDA_TTM (upoštevamo EBITDA_TTM z vidika datuma ocenjevanja vrednosti: 30.969 tEUR) znašala 7,2-kratnik. Efektivna vrednost mnogokratnika EV/EBITDA se do datuma izključitve precej zniža, in sicer na datum 31.12.2016 znaša 6,6-kratnik, na datum izključitve pa ocenjeni EV/EBITDA znaša 5,3-kratnik. Na podlagi polletnih rezultatov za leto 2017 (datum 30.6.2017 je dva meseca oddaljen od datuma izključitve), pa efektivni mnogokratnik EV/EBITDA pade na 4,8-kratnik, na podlagi celoletnih rezultatov za leto 2017 pa na 4,6-kratnik.

Tabela 1: Podatki o poslovanju Skupine Adria Mobil v obdobju 2015 – 2017 (letni in medletni podatki)

v 1000 EUR	2015	30.6.2016	30.9.2016	2016	28.4.2017	30.6.2017	2017	1-6 2015	1-6 2016	1-6 2017
		TTM	TTM		TTM	TTM				
Čisti prihodi od prodaje	303.094	343.454	359.726	354.918	366.554	373.019	416.844	171.544	211.904	230.005
EBIT	18.708	23.560		32.853	38.503	41.641	47.424	13.215	18.067	26.855
% od ČPP	6,2%	6,9%		9,3%	10,5%	11,2%	11,4%	7,7%	8,5%	11,7%
EBITDA	22.758	27.618	30.969	36.940	42.742	45.966	52.022	15.203	20.063	29.089
% od ČPP	7,5%	8,0%	8,6%	10,4%	11,7%	12,3%	12,5%	8,9%	9,5%	12,6%
Čisti poslovni izid	15.506	18.856		28.197	32.846	35.429	38.512	10.644	13.994	21.226
% od ČPP	5,1%	5,5%		7,9%	9,0%	9,5%	9,2%	6,2%	6,6%	9,2%
Kratkoročne finančne obveznosti	4.437	2.647		20.987	23.062	24.214	13.628			
Dolgoročne finančne obveznosti	34.960	30.541		25.149	22.863	21.593	17.662			
Denarna sredstva	16.028	17.664		18.194	31.906	39.523	8.735			
Kratkoročne finančne naložbe	8.414	7.583		685	476	360	543			
Dolgoročne finančne naložbe	8.342	13.067		515	1.058	1.359	857			
Naložbene nepremičnine	4.886	4.960		7.862	7.766	7.713	6.797			
Neto dolg	1.725	-10.086	-55	18.880	4.719	-3.148	14.359			
Ocenjena vrednost	223.200									
Ocena za 100% kapital	223.827									
Efektivni EV /vrednost celot	225.552	213.741	223.772	242.707	228.546	220.679	238.185			
Efektivna vrednost EV / EBITDA	9,9	7,7	7,2	6,6	5,3	4,8	4,6			

Vir: Letna in medletna poročila Adria Mobil, VZMD in lastni izračuni

- Izračunane vrednosti efektivnih mnogokratnikov EV/EBITDA smo primerjali z referenčnimi vrednostmi, ki smo jih izračunali na podlagi vrednosti EV/EBITDA konkurenčnih borznih podjetij na datum izključitve manjšinskih delničarjev in v daljšem predhodnem obdobju oktober 2016 – april 2017 (Izbor primerljivih podjetij in prikaz vrednosti mnogokratnikov EV/EBITDA je podan v Prilogi 1 in 2). Na datum 28.4.2017 je vrednost EV/EBITDA konkurenčnih borznih podjetij znašala v razponu med 9,4 in 14,8 s srednjo vrednostjo 9,7. Na tej ravni so se gibale tudi mesečne srednje vrednosti EV/EBITDA v predhodnem obdobju oktober 2016 – april 2017, in sicer se je razpon vrednosti gibal med 9,8 in 12,3. Izbrana primerljiva podjetja so neposredni konkurenti družbe Adria Mobil, zato ocenjujemo, da predstavljajo dobro podlago za naše analize in ocene vrednosti. V praksi je v splošnem nemogoče zagotoviti popolnoma primerljiv vzorec podjetji, ker vedno obstajajo določene razlike v dejavnosti in razlike v geografski pokritosti trgov med posameznimi podjetji, prav tako se podjetja med seboj razlikujejo po velikosti in parametrih tveganja. V primeru našega vzorca podjetij ocenjujemo, da gre za zelo dobro primerljiv vzorec podjetji z vidika narave dejavnosti. Nenazadnje je družba Trigano, ki je uvrščena med primerljiva podjetja, prevzela družbo Adria Mobil v drugi polovici leta 2017.

Tabela 2: Izračun tržnih mnogokratnikov borznih konkurenčnih podjetij za Adria Mobil na dan 28.4.2017

Company Name	Država	Market Cap (EURm)	EV (EURm)	Sales	EBITDA	EBIT	Net Income	Denarni tok	EBITDA marža	EBIT marža	Neto marža	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF
KABE AB	SWE	198.267	179.178	212.722	19.140	17.892	13.835	15.083	9,0%	8,4%	6,5%	9,4x	10,0x	14,3x	13,1x
LCI Industries	USA	2.298.745	2.265.494	1.596.594	234.645	191.004	123.314	166.955	14,7%	12,0%	7,7%	9,7x	11,9x	18,6x	13,8x
Thor Industries Inc.	USA	4.642.043	4.786.088	4.102.306	398.106	343.935	229.658	283.829	9,7%	8,4%	5,6%	12,0x	13,9x	20,2x	16,4x
Trigano SA	FRA	1.876.559	1.818.656	1.317.130	123.152	96.256	89.791	116.687	9,4%	7,3%	6,8%	14,8x	18,9x	20,9x	16,1x
Winnebago Industries Inc.	USA	715.093	636.527	874.078	67.119	58.922	40.777	48.974	7,7%	6,7%	4,7%	9,5x	10,8x	17,5x	14,6x
Max		4.642.043	4.786.088	4.102.306	398.106	343.935	229.658	283.829	14,7%	12,0%	7,7%	14,8x	18,9x	20,9x	16,4x
Min		715.093	636.527	874.078	67.119	58.922	40.777	48.974	7,7%	6,7%	4,7%	9,4x	10,0x	14,3x	13,1x
Mean		1.946.141	1.937.189	1.620.566	168.432	141.602	99.475	126.306	10,1%	8,6%	6,3%	11,1x	13,1x	18,3x	14,8x
Median		1.876.559	1.818.656	1.317.130	123.152	96.256	89.791	116.687	9,4%	8,4%	6,5%	9,7x	11,9x	18,6x	14,6x

Vir: Infionals in lastni izračuni

- Na dan izključitve manjšinskih delničarjev ležijo referenčne vrednosti mnogokratnika EV/EBITDA konkurenčnih borznih podjetij bistveno višje (mediana 9,7) od vrednosti efektivnega mnogokratnika EV/EBITDA, ki izhaja iz ocenjene vrednosti cenilca (5,3), ki je bila posledično upoštevana pri izračunu primerne denarne odpravnine manjšinskim delničarjem. Vrednost mnogokratnika EV/EBITDA družbe Trigano (prevzemnika družbe Adria Mobil) je na dan 28.4.2017 znašala 14,8. Pri tem izpostavljamo, da gre za izvirne vrednosti mnogokratnikov brez prilagoditev za rast in tveganje poslovanja. Prav tako je potrebno upoštevati, da se vrednosti mnogokratnikov izbranih borznih podjetij nanašajo na vidik manjšinskih lastnikov, medtem ko se primerna denarna odpravnina izračunava na podlagi poštene vrednosti, ki izhaja iz vidika večinskega lastnika. Iz tega sledi, da izvirne vrednosti mnogokratnikov konkurenčnih podjetij predstavljajo kvečjemu spodnjo mejo referenčne vrednosti, ki bi jo morali povečati za premijo, ki pripada večinskemu lastniku. Prilagoditve mnogokratnikov lahko pozitivno ali negativno vplivajo na višino referenčnih vrednosti, medtem ko bi na drugi strani prilagoditve za tveganje (velikost) v določeni meri vplivale na znižanje vrednosti izvornih vrednosti mnogokratnikov (preliminarno ocenjujemo, da izvirne vrednosti dobro odražajo referenčne vrednosti ter da bi prilagoditve lahko celo povečale referenčne vrednosti, predvsem iz naslova uporabe premij za kontrolo ter pozitivnega trenda poslovanja družbe Adria Mobil -prilagoditev za rast).

Tabela 3: Indikativne ocene vrednosti za 100% lastniški kapital družbe Adria Mobil na podlagi mnogokratnika EV/EBITDA izbranih borznih konkurenčnih podjetij ob uporabi uspešnosti poslovanja Skupine Adria Mobil na različne presečne datume

v 1000 EUR	Ocena vrednosti 100% kapitala družbe Adria Mobil na podlagi mnogokratnika EV/EBITDA izbranih borznih podjetij aplicirana na rezultate različnih obdobj (TTM)			Razlika do ocenjene vrednosti, ki je bila uporabljena pri določitvi primerne denarne odpravnine (223.827 tEUR)		
	Spodnja	Mediana	Zgornja	Spodnja	Mediana	Zgornja
Referenčni EV/EBITDA na 28.4.2017	9,4	9,7	14,8			
Ocena za 100% lastniški kapital						
na datum 31.12.2016	328.355	339.437	527.831	104.528	115.610	304.004
na datum 28.4.2017	407.776	420.598	638.585	183.949	196.772	414.758
na datum 30.6.2017	435.228	449.018	683.444	211.401	225.191	459.617

Vir: Infionals in lastni izračuni

- Na podlagi referenčnih vrednosti EV/EBITDA konkurenčnih borznih podjetij smo izračunali indikativne ocene vrednosti za 100% lastniški kapital družbe Adria Mobil na različne presečne datume, ki so predstavljene v spodnji tabeli. Na datum izključitve manjšinskih delničarjev (28.4.2017) ocena srednje vrednosti znaša 420.598 tEUR, kar bistveno presega ocenjeno vrednost na podlagi katere je bila določena primerna denarna odpravnina (223.827 tEUR). V osnovi gre za indikativno vrednost, ki jo je potrebno preveriti z dejanskimi podatki o poslovanju podjetja na datum izključitve, vendar ugotavljamo da gre za materialno razliko, na podlagi katere lahko z veliko verjetnostjo sklepamo, da poštena vrednost družbe Adria Mobil na datum izključitve manjšinskih delničarjev (28.4.2017) leži precej višje od ocenjene vrednosti družbe Adria Mobil iz predmetnega cenitvenega poročila.
- Naročnik nam je posredoval podatke o projekcijah Skupine Adria Mobil, ki jih je cenilec glavnega delničarja uporabil pri izračunu ocene vrednosti družbe Adria Mobil na dan 30.9.2016 (cenitveno poročilo je z dne 10. marec 2017). Eksplicitne projekcije poslovanja za Skupino Adria Mobil so pripravljene za obdobje od 30.9.2016 do konca leta 2021. Kot izpostavljeno v izhodiščih, nismo imeli vpogleda v predmetno cenitveno poročilo, zato tudi ne izvajamo pregleda tovrstnega vrednotenja. Iz primerjalne analize projekcij EBITDA za obdobje 2016-2021 izhaja, da projekcije EBITDA cenilca niti v zadnjem (normaliziranem) letu 2021 ne dosežejo ravni EBITDA, ki jo je Skupina Adria Mobil po naši oceni dosegla že na datum izključitve (naša ocena znaša 42.742 tEUR). Na dan 30.6.2017(dva meseca po dnevu izključitve) je letni nivo EBITDA znašal že 45.966 tEUR (gre za uraden podatek izračunan iz polletnih poročil Skupine Adria Mobil), kar je za 6.908 tEUR več kot je znašala raven EBITDA v projekcijah cenilca v zadnjem letu napovedi (2021). Nadalje ugotavljamo, da raven EBITDA iz projekcij v letu 2020 doseže raven EBITDA, ki jo je podjetje doseglo že v letu 2016. Iz primerjalne analize ugotavljamo, da projekcije poslovanja EBITDA, kot enega izmed ključnih gradnikov vrednosti podjetja, ležijo precej pod nivojem EBITDA, ki jih je ustvarila Skupina Adria Mobil v času izključitve ter da je to eden izmed ključnih razlogov za zgoraj ugotovljene razlike v ocenah vrednosti.

Tabela 4: Projekcije prihodkov EBITDA in EBIT za Skupino Adria Mobil, ki so bile uporabljene pri oceni družbe Adria Mobil za določitev primerne denarne odpravnine manjšinskim delničarjem ACH d.d. v postopku njihove izključitve na dan 28.4.2017

V 1000 EUR	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Prihodki	359,726	368,399	380,424	396,768	420,441	436,810
Rast		2,4%	3,3%	4,3%	6,0%	3,9%
EBITDA	30,969	32,525	34,048	34,696	37,274	39,058
% od prihodkov	8,6%	8,8%	9,0%	8,7%	8,9%	8,9%
EBIT	26,523	26,917	28,121	28,919	31,003	32,449
% od prihodkov	7,4%	7,3%	7,4%	7,3%	7,4%	7,4%

Vir: VZMD

- Potrebno je izpostaviti, da je bilo predmetno cenitveno poročilo cenilca glavnega delničarja zaključeno 10.3.2017, kar pomeni, da so cenilcu morali biti podatki o tekočem poslovanju Skupine Adria Mobil poznani oziroma bi mu glede na namen cenitve morali biti poznani, saj se je ocena vrednosti izvajala za namen oziroma potrebo, ki se bo šele zgodila, zato so vse tekoče informacije (rezultati poslovanja za leto 2016, lahko tudi rezultati poslovanja v tekočih mesecih v letu 2017) zelo pomembne. Na eni strani gre za pravilo cenilske stroke, da se podatki po datumu vrednotenja ne smejo upoštevati, po drugi strani pa gre za presojo relevantnosti takšne ocene vrednosti v kontekstu namena cenitve, če projekcije poslovanja ne upoštevajo očitnega izboljšanja poslovanja podjetja v času izvedbe cenitve.
- Iz analize revizorjevega poročila izhaja, da revizor ocenjuje, da po datumu ocenjevanja vrednosti (30.9.2016) ni prišlo do poslovnih dogodkov, ki bi pomembno vplivali na drugačno odpravnino od ponujene, ki je temeljila na oceni vrednosti sredstev družbe ACH d.d., kot je izhajala iz priporočil cenitvenega poročila cenilca glavnega delničarja. Ena izmed ključnih nalog revizorja v postopkih izključitev manjšinskih delničarjev je tudi ta, da pregleda poslovanje družbe (in odvisnih družb) med datumom ocenjevanja vrednosti in datumom svojega poročila. Revizorjevo poročilo je bilo zaključeno 24.3.2017, pri čemer revizor ni zaznal nikakršnih sprememb v uspešnosti poslovanja Skupine Adria Mobil v obdobju 30.9.2016 - 28.4.2017. Naša analiza zgoraj je pokazala ravno nasprotno, in sicer, da je Skupina Adria Mobil v obdobju od 30.9.2016 do 28.4.2017 znatno povečala obseg in uspešnost poslovanja. Letni nivo EBITDA na datum 30.9.2016 je znašal 27.618 tEUR, medtem ko je ocenjeni letni nivo EBITDA na datum 28.4.2017 znašal 42.742 tEUR, kar je za 15.124 tEUR več oziroma za 54,8% več. Gre za več kot materialno razliko. Res je, da revizor ni mogel poznati rezultatov na datum izključitve, je pa zagotovo poznal poslovne rezultate za leto 2016 oziroma bi jih moral poznati. Razlika v EBITDA med datumoma 30.9.2016 in 31.12.2016 znaša 5.971 tEUR oziroma razlika znaša 19,3%.
- Na datum izključitve manjšinskih delničarjev (28.4.2017) znaša naša ocena srednje vrednosti (mediana) za 100% lastniški kapital družbe Adria Mobil 420.598 tEUR. Ocena vrednosti naložbe družbe ACH d.d. v 99,72% lastniški kapital posledično znaša 419,421 tEUR. Na podlagi naše dosedanje analize izhaja, da bi pri oceni vrednosti sredstev družbe ACH d.d. v postopku izključitve manjšinskih delničarjev, morala biti iz naslova vrednosti družbe Adria Mobil upoštevana višja vrednost sredstev za 196.221 tEUR.

1.4. Hoteli Union

- Analiza je izvedena na podlagi letnih in polletnih konsolidiranih podatkov Skupine Hoteli Union za obdobje 2015 – 2017. Podatki so pridobljeni iz letnih poročil družbe Hoteli Union. Za obdobje 28.4.2017 so podatki o uspešnosti poslovanja ocenjeni na podlagi dejanskih javno objavljenih podatkih o poslovanju Skupine Hotelov Union na dan 31.12.2016 in 30.6.2017. S podatki na dan 30.9.2016 nismo razpolagali.

Tabela 5: Podatki o poslovanju Skupine Hoteli Union v obdobju 2015 – 2017 (letni in medletni podatki)

1000 EUR	2015	30.6.2016	2016	28.4.2017	30.6.2017	2017*	1-6 2015	1-6 2016	1-6 2017
		TTM		TTM		TTM			
Čisti prihodki od prodaje	16.957	17.523	19.152	20.523	21.285	22.634	7.768	8.334	10.467
EBIT	1.776	2.004	3.017	2.186	1.724	4.261	429	657	1.950
% od ČPP	10,5%	11,4%	15,8%	10,6%	8,1%	18,8%	5,5%	7,9%	18,6%
EBITDA	3.888	4.163	5.213	6.070	6.545	6.551	1.474	1.749	3.081
% od ČPP	22,9%	23,8%	27,2%	29,6%	30,8%	28,9%	19,0%	21,0%	29,4%
Amortizacija	2.112	2.159	2.197	2.222	2.236	2.290	1.045	1.092	1.131
Čisti poslovni izid	1.350	1.576	2.417	3.101	3.481	3.517	255	481	1.545
% od ČPP	8,0%	9,0%	12,6%	15,1%	16,4%	15,5%	3,3%	5,8%	14,8%
Kratkoročne finančne obveznosti	1.943	2.440	2.186	2.181	2.179	2.181			
Dolgoročne finančne obveznosti	5.167	4.391	3.431	2.813	2.470	1.506			
Denarna sredstva	1.153	1.231	2.862	2.499	2.297	4.154			
Kratkoročne finančne naložbe	0	569	0	3	4	2			
Dolgoročne finančne naložbe	105	105	143	166	178	175			
Naložbene nepremičnine	3.715	3.670	3.627	3.596	3.579	3.622			
Neto dolg	2.136	1.256	-1.016	-1.269	-1.409	-4.268			
Ocenjena vrednost	18.791								
Ocena za 100% kapital	32.838								
Efektivni EV	34.974	34.094	31.823	31.570	31.429	28.571			
Efektivna vrednost EV / EBITDA	9,0	8,2	6,1	5,2	4,8	4,4			

Vir: Letna in medletna poročila Hotelov Union, GVIN

*V letu 2017 smo EBIT, EBITDA in čisti poslovni izid korigirali navzgor za 700 tEUR zaradi izgub pri prodaji osnovnih sredstev in po naši oceni presežnih drugih poslovnih odhodkih

- V obdobju 2015-2017 se je poslovanje Skupine Hoteli Union izboljševalo. Na datum izključitve je po naši oceni EBITDA_TTM znašala 6.070 tEUR, kar je znatno višje od EBITDA konec leta 2016 (5.213 tEUR) oziroma EBITDA_TTM na dan 30.6.2016 (najbližji predhodni datum ocenjevanju vrednosti), ki je znašala 4.163 tEUR. Kot je razvidno iz priložene tabele se je uspešnost poslovanja izboljševala tekom leta 2016 in 2017 (pozitivni trend poslovanja se je ohranjal tudi v prvi polovici leta 2018). Podatke po datumu izključitve navajamo zgolj informativno, ker le te potrjujejo uspešen trend poslovanja, ki se je nakazoval v obdobju 2015 – 28.4 2017 in o katerem je preučevano podjetje poročalo v svojih poslovnih poročilih do datuma izključitve.
- Iz revizorjevega poročila izhaja, da je na dan 30.9.2016 ocena vrednosti cenilca glavnega delničarja za 75,35% lastniški delež v družbi Hoteli Union znašala 18.791 tEUR, kar za 100% lastniški delež znaša 32.838 tEUR (pri izračunu upoštevamo opcijo, ki jo je imel delničar družba KAD, in sicer, da ima KAD pravico prodati delnice družbe Hoteli Union po ceni 36 EUR na delnico, pri čemer morebitni negativni učinek bremeni delničarja ACH d.d.). Na podlagi ocenjene vrednosti za 100% lastniški kapital ter ocene neto dolga v višini -1.269 tEUR smo ocenili vrednost efektivnega mnogokratnika EV/EBITDA na datum izključitve na 5,2-kratnik. V kolikor upoštevamo podatke o poslovanju na predhodne razpoložljive datume, znaša efektivni mnogokratnik EV/EBITDA za leto 2016 6,1-kratnik, za letni nivo EBITDA in neto dolga na dan 30.6.2016 pa 8,2-kratnik. Nadalje ugotavljamo, da na podlagi polletnih rezultatov za 2017 (datum 30.6.2017 je dva meseca oddaljen od datuma izključitve), pa efektivni mnogokratnik EV/EBITDA pade na 4,8-kratnik, na podlagi celoletnih rezultatov za 2017 pa na 4,4-kratnik.

- Izračunane vrednosti efektivnih mnogokratnikov EV/EBITDA smo primerjali z referenčnimi vrednostmi, ki smo jih izračunali na podlagi vrednosti EV/EBITDA konkurenčnih borznih podjetij na datum izključitve manjšinskih delničarjev in v predhodnem obdobju oktober 2016 – april 2017 (nabor izbranih podjetij in izračun mnogokratnikov je podan v Prilogi 3 in 4). Na datum 28.4.2017 je vrednost EV/EBITDA konkurenčnih borznih podjetij znašala v razponu med 7,6 in 13,7 s srednjo vrednostjo 11,4. Na tej ravni so se gibale tudi mesečne srednje vrednosti EV/EBITDA v obdobju oktober 2016 – april 2017, in sicer se je razpon vrednosti gibal med 10,3 in 11,5. Izbrana primerljiva borzna podjetja se ukvarjajo z dejavnostjo hotelirstva v regiji in imajo enak poslovni model (nepremičnine/hoteli so v lasti podjetja) kot družba Hoteli Union, kar je pri oceni vrednosti na podlagi izbranega mnogokratnika zelo pomembno. Ocenjujemo, da izbrani vzorec podjetij predstavlja dobro podlago za naše analize in ocene vrednosti.

Tabela 6: Izračun tržnih mnogokratnikov borznih konkurenčnih podjetij za Union Hotele na dan 28.4.2017

Company Name	Država	Market Cap (EURm)	EV (EURm)	Sales	EBITDA	EBIT	Net Income	Denarni tok	EBITDA marža	EBIT marža	Neto marža	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF
Orbis S.A.	POL	946.938	966.706	313.305	89.777	54.628	46.926	82.075	28,7%	17,4%	15,0%	10,8x	17,7x	20,2x	11,5x
Plava laguna d.d.	HRV	449.309	522.490	130.810	58.219	36.305	27.652	49.566	44,5%	27,8%	21,1%	9,0x	14,4x	16,2x	9,1x
HUP-Zagreb d.d.	HRV	163.181	185.866	43.559	18.284	12.252	10.295	16.327	42,0%	28,1%	23,6%	10,2x	15,2x	15,9x	10,0x
Arena Hospitality Group d.d.	HRV	144.313	218.699	57.748	17.491	-12.865	-15.137	15.219	30,3%	22,3%	26,2%	12,5x			9,5x
Maistra d.d.	HRV	444.391	578.926	133.549	50.632	30.762	18.493	38.364	37,9%	23,0%	13,8%	11,4x	18,8x	24,0x	11,6x
Melia Hotels International, S.A.	ESP	3.065.581	3.701.749	1.801.962	287.162	175.710	100.693	212.145	15,9%	9,8%	5,6%	12,9x	21,1x	30,4x	14,5x
Valamar Riviera d.d.	HRV	714.067	935.131	192.753	68.416	33.036	45.353	80.732	35,5%	17,1%	23,5%	13,7x	28,3x	15,7x	8,8x
Solaris d.d.	HRV	74.356	150.501	43.869	19.788	2.817	338	17.309	45,1%	6,4%	0,8%	7,6x	53,4x	219,9x	4,3x
Imperial d.d.	HRV	69.926	89.145	17.944	6.782	1.718	1.011	6.075	37,8%	9,6%	5,6%	13,1x	51,9x	69,1x	11,5x
Turisthotel dd	HRV	155.955	138.629	27.857	12.376	8.653	9.221	12.944	44,4%	31,1%	33,1%	11,2x	16,0x	16,9x	12,0x
Liburnia Riviera Hotels Opatija	HRV	153.238	164.563	35.084	14.426	1.372	1.708	14.761	41,1%	3,9%	4,9%	11,4x	119,9x	89,7x	10,4x
Albena AD	BGR	136.228	160.166	53.431	14.055	5.477	3.560	12.138	26,3%	10,3%	6,7%	11,4x	29,2x	38,3x	11,2x
Dalata Hotel Group Plc	IRL	903.857	1.103.192	290.551	81.409	55.607	34.923	60.725	28,0%	19,1%	12,0%	13,6x	19,8x	25,9x	14,9x
NH Hotel Group SA	ESP	1.665.539	2.435.182	1.447.903	181.952	120.034	34.149	96.067	12,6%	8,3%	2,4%	13,4x	20,3x	48,8x	17,3x
Max		3.065.581	3.701.749	1.801.962	287.162	175.710	100.693	212.145	45,1%	31,1%	33,1%	13,7x	119,9x	219,9x	17,3x
Min		69.926	89.145	17.944	6.782	-12.865	-15.137	6.075	12,6%	-	-	7,6x	14,4x	15,7x	4,3x
Mean		649.063	810.782	327.880	65.769	41.413	25.717	51.032	33,6%	16,3%	12,9%	11,6x	32,8x	48,5x	11,2x
Median		303.786	370.595	94.279	35.210	30.762	18.493	27.837	36,6%	17,1%	12,0%	11,4x	20,3x	25,9x	11,4x
Percentil 20		141.079	156.300	40.169	14.278	2.377	1.429	14.035	27,3%	7,5%	3,9%	10,5x	16,7x	16,5x	9,3x
Percentil 80		921.089	1.021.300	299.653	84.756	55.020	39.095	81.270	43,0%	24,9%	22,1%	13,2x	42,8x	61,0x	13,0x
Popravek za ekstremne vrednosti															
Max												13,7x	29,2x	38,3x	17,3x
Min												7,6x	14,4x	15,7x	4,3x
Mean												11,6x	20,1x	22,6x	11,2x
Median												11,4x	19,3x	20,2x	11,4x
Percentil 20												10,5x	15,9x	16,1x	9,3x
Percentil 80												13,2x	22,5x	27,7x	13,0x

Vir: Infinancials

- Na dan izključitve manjšinskih delničarjev ležijo referenčne vrednosti mnogokratnika EV/EBITDA konkurenčnih borznih podjetij bistveno višje (mediana 11,4-kratnik) od vrednosti efektivnega mnogokratnika EV/EBITDA, ki izhaja iz ocenjene vrednosti cenilca oziroma iz vrednosti, ki je bila posledično upoštevana pri izračunu primerne denarne odpravnine manjšinskim delničarjem (5,2-kratnik). Pri tem izpostavljamo, da gre za izvirne vrednosti mnogokratnikov brez prilagoditev za rast in tveganje poslovanja. Prav tako je potrebno upoštevati, da se vrednosti mnogokratnikov izbranih borznih podjetij nanašajo na vidik manjšinskih lastnikov, medtem ko se primerna denarna odpravnina izračunava na podlagi poštene vrednosti, ki izhaja iz vidika večinskega lastnika. Iz tega vidika mnogokratniki konkurenčnih podjetij predstavljajo kvečjemu spodnjo referenčno mero, ki bi jo morali povečati za premijo, ki pripada večinskemu lastniku. Prilagoditve mnogokratnikov lahko pozitivno ali negativno vplivajo na višino referenčnih vrednosti.
- Na podlagi referenčnih vrednosti EV/EBITDA konkurenčnih borznih podjetij smo izračunali indikativne ocene vrednosti za 100% lastniški kapital družbe Hotelov Union za različne presečne datume, ki so predstavljene v spodnji tabeli. Na datum izključitve manjšinskih delničarjev (28.4.2017) znaša ocena srednje vrednosti (mediana) 70.464 tEUR, kar bistveno presega ocenjeno vrednost na podlagi katere je bila določena primerna denarna odpravnina (32.832 tEUR).

Tabela 7: Indikativne ocene vrednosti za 100% lastniški kapital družbe Hotelov Union na podlagi mnogokratnika EV/EBITDA izbranih borznih konkurenčnih podjetij ob uporabi uspešnosti poslovanja Skupine Hotelov Union na različne presečne datume

v 1000 EUR	Ocena vrednosti 100% kapitala družbe Hotelov Union na podlagi mnogokratnika EV/EBITDA izbranih borznih podjetij aplicirana na rezultate različnih obdobj(TTM)			Razlika do ocenjene vrednosti za 100% lastniški kapital, ki je bila uporabljena pri določitvi primerne denarne odpravnine		
	Spodnja	Mediana	Zgornja	Spodnja	Mediana	Zgornja
Referenčni EV/EBITDA	10,5	11,4	13,2			
Ocena za 100% lastniški kapital						
na datum 31.12.2016	55.757	60.449	69.834	22.919	27.611	36.995
na datum 28.4.2017	65.001	70.464	81.390	32.163	37.626	48.551
na datum 30.6.2017	70.136	76.027	87.809	37.298	43.189	54.971

Vir: Infinancials in lastni izračuni

- Na datum izključitve manjšinskih delničarjev (28.4.2017) znaša naša ocena srednje vrednosti (mediana) za lastniški kapital na delnico družbe Hotelov Union v višini 39,3 EUR na delnico. Ocena vrednosti naložbe družbe ACH d.d. v 75,35% lastniški kapital posledično znaša 53.095 tEUR (pri tem predpostavljamo, da opcija za delnice družbe KAD ugasne, ker ocenjena vrednost presega 36,0 EUR/delnico). Na podlagi naše dosedanje analize izhaja, da bi pri oceni vrednosti sredstev družbe ACH d.d. v postopku izključitve manjšinskih delničarjev, morala biti iz naslova vrednosti družbe Hotel Union upoštevana višja vrednost sredstev za 34.303 tEUR.

1.5. Avto Triglav

- Analiza je izvedena na podlagi podatkov za matično družbo Avto Triglav za obdobje 2015 – 2017. Podatki so pridobljeni iz letnih poročil družbe Avto Triglav. Za obdobje 28.4.2017 so podatki o uspešnosti poslovanja ocenjeni na podlagi dejanskih javno objavljenih podatkih o poslovanju družbe Avto Triglav na dan 31.12.2016 in 31.12.2017. Podatki na dan 30.9.2016 so pridobljeni s strani VZMD in izhajajo iz predmetnega cenitvenega poročila.

Tabela 8: Podatki o poslovanju družbe Avto Triglav v obdobju 2015 – 2017 (nekonsolidirani podatki)

v 1000 EUR	2015	30.9.2016	2016	28.4.2017	2017
		TTM		TTM	
Čisti prihodki od prodaje	191.665	199.709	199.055	197.457	194.060
EBIT	3.737	3.058	3.203	3.069	2.783
% od ČPP	1,9%	1,5%	1,6%	1,6%	1,4%
EBITDA	3.913	3.371	3.516	3.440	3.281
% od ČPP	2,0%	1,7%	1,8%	1,7%	1,7%
Amortizacija	176		313	372	497
Čisti poslovni izid	3.325		2.564	2.390	2.022
% od ČPP	1,7%		1,3%	1,2%	1,0%
Kratkoročne finančne obveznosti	571		1.407	1.404	1.396
Dolgoročne finančne obveznosti	3.888		9.088	8.641	7.692
Denarna sredstva	10.876		3.868	7.309	14.620
Kratkoročne finančne naložbe	1.060		1.059	1.000	876
Dolgoročne finančne naložbe	4.369		5.219	5.184	5.109
Naložbene nepremičnine	2.561		2.566	2.548	2.511
Neto dolg	-14.406		-2.217	-5.996	-14.028
Lastniški kapital	8.517		11.247	11.894	13.268
Ocenjena vrednost	900				
Ocena za 100% kapital	900				
Efektivni EV	-13.506		-1.317	-5.096	-13.128
Efektivna vrednost EV / EBITDA	-3,5		-0,4	-1,5	-4,0

- Specifika ocene vrednosti družbe Avto Triglav se nanaša na ugotovitev cenilca (revizorja), da je del (cca. 50%) poslovanja podjetja vezano na dobave družbi Adria Mobil, ki naj bi bilo odpovedano, kar v veliki meri vpliva na pričakovano uspešnost poslovanja Avto Triglava. Z naše strani nismo imeli vpogleda v analizo te ključne predpostavke, iz javno dostopnih informacij (letno poročilo družbe Avto Triglav za 2016 in 2017) pa izhaja naslednje:
 - V letnem poročilu družbe Avto Triglav 2016 je bilo poročano, da je družba podpisala nov 3-letni dogovor o dobavah družbi Adria Mobil. Letno poročilo je bilo objavljeno v času zaključka cenitvenega in revizorjevega poročila.
 - V letnem poročilu družbe Avto Triglav 2017 je bilo poročano, da je bilo odpovedano poslovno sodelovanje z družbo Adria Mobil.

- Gre za dve nasprotujoči si informaciji, ena je bila pred datumom izključitve, druga po datumu izključitve, dejstvo pa je, da verjetno danes družba Avto Triglav ne posluje več z družbo Adria Mobil. Projekcije cenilca so predpostavljale popolno ukinitve poslovanja v letu 2018, medtem ko je bilo leto 2017 prehodno obdobje v smislu ukinitve poslovanja z Adria Mobil. Ocenjujem, da je bila predpostavka o prekinitvi sodelovanja z Adria Mobil časovno ustrezno upoštevana v projekcijah poslovanja družbe Avto Triglav, čeprav bi lahko bilo prehodno obdobje, glede na podatke pred datumom izključitve, nekoliko daljše.
- Na podlagi revizorjevega poročila ugotavljamo, da je ocenjena vrednost za 100% lastniški kapital znašala 900 tEUR. Ta ocena vrednosti izhaja iz metode DCF na podlagi pripravljenih projekcij poslovanja do vključno leta 2021. Na podlagi nam znanih informacij (javno dostopne informacije in projekcije poslovanja družbe Avto Triglav, ki nam jih je posredoval Naročnik) ugotavljamo, da je ta ocena vrednosti popolnoma napačna, saj likvidacijska vrednost družbe na dan izključitve ali pa na dan 30.9.2016 leži bistveno višje od ocenjene vrednosti cenilca. Glede na naravo dejavnosti poslovanja družbe Avto Triglav ter glede na strukturo sredstev na dan 31.12.2016 ocenjujemo, da vrednost lastniškega kapitala predstavlja dobro osnovo za preliminarno oceno likvidacijske vrednosti. Na dan 31.12.2016 so bile zaloge, terjatve in nepremičnine podjetja najpomembnejša sredstva, pri čemer so bile zaloge vrednotene po nabavnih vrednostih, zato je njihova tržna vrednost verjetno višja, medtem ko podjetje v letnem poročilu 2016 poroča, da so terjatve v celoti iztržljive, nepremičnine pa so bile v večini pridobljene v letu 2016 in zastavljene za kredit iz česar sklepamo, da so vrednotene po pošteni vrednosti. Iz povedanega sklepamo, da je vrednost lastniškega kapitala v višini 11.247 tEUR na dan 31.12.2016 dober »proxy« za oceno likvidacijske vrednosti.
- Kot zgoraj ugotovljeno znaša ocena vrednosti za 100% družbe Avto Triglav 900 tEUR, kar je v primerjavi z vrednostjo lastniškega kapitala na dan 31.12.2016, ki znaša 11.247 tEUR, bistveno manj. Gre za tako velik razkorak v oceni vrednosti, da si ne znamo razlagati, kateri argumenti so cenilca vodili k sklepu o oceni vrednosti. Prav tako je revizor potrdil oceno vrednosti cenilca. Naša ugotovitev v zvezi z oceno vrednosti družbe Avto Triglav je, da če je likvidacijska vrednost višja od vrednosti, ki izhaja iz delujočega podjetja, je pri oceni vrednosti in posledično primerni denarni odpravnini manjšinskim delničarjem, potrebno upoštevati višjo likvidacijsko vrednost. Nerazumljivo pri vsem tem je tudi ugotovitev, da je družba v letu 2017 zabeležila čisti poslovni izid v višini 2.022 tEUR, v letu 2016 pa celo 2.564 tEUR, kar je vsaj 2-krat več od ocenjene vrednosti za 100% lastniški kapital izračunane s strani cenilca.
- Na podlagi naše analize ugotavljamo, da ocena vrednosti družbe Avto Triglav z dne 30.9.2016, ki jo je izvedel cenilec glavnega delničarja, verjetno ne more biti osnova za določanje primerne denarne odpravnine manjšinskim delničarjem družbe ACH d.d. v postopku njihove izključitve na dan 28.4.2017. Pri tem ključna predpostavka z vidika delujočega podjetja o prenehanju poslovanja z družbo Adria Mobil, niti ni pomembna, saj je v primeru vrednotenja družbe Avto Triglav verjetno bolj ustrezno, da se ocena vrednosti določi na podlagi likvidacijske vrednosti.

Tabela 9: Struktura sredstev družbe Avto Triglav v obdobju 2013-2016 (nekonsolidirani podatki)

v 1000 EUR	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015	2016
Sredstva	47.786	57.359	70.023	71.029	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Dolgoročna sredstva	954	4.980	11.376	21.016	2,0%	8,7%	16,2%	29,6%
Neopredmetena sredstva	72	58	87	73	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%
Opredmetena osnovna sredstva	403	428	4.232	12.992	0,8%	0,7%	6,0%	18,3%
Zemljišča in zgradbe	1	1	3.887	12.133	0,0%	0,0%	5,6%	17,1%
Oprema in druga opredmetena sredstva				858	0,0%	0,0%	0,0%	1,2%
Dolgoročne finančne naložbe	360	4.369	4.369	5.219	0,8%	7,6%	6,2%	7,3%
Dolgoročne finančne naložbe	360	2.369	2.369	3.219	0,8%	4,1%	3,4%	4,5%
Dolgoročna posojila	0	2.000	2.000	2.000	0,0%	3,5%	2,9%	2,8%
Dolgoročne poslovne terjatve	0	0	0	3	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Naložbene nepremičnine	0	0	2.561	2.566	0,0%	0,0%	3,7%	3,6%
Odložene terjatve za davek	119	125	127	164	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%
Kratkoročna sredstva	46.813	52.274	58.598	49.961	98,0%	91,1%	83,7%	70,3%
Zaloge	16.690	15.862	23.598	29.232	34,9%	27,7%	33,7%	41,2%
Kratkoročne poslovne terjatve	23.773	25.928	23.064	15.803	49,7%	45,2%	32,9%	22,2%
Kratkoročne finančne naložbe	2.009	26	1.060	1.059	4,2%	0,0%	1,5%	1,5%
Denarna sredstva	4.342	10.458	10.876	3.868	9,1%	18,2%	15,5%	5,4%
AČR	19	104	48	52	0,0%	0,2%	0,1%	0,1%

Vir: GVIN

PRILOGA 2: Navedbe glede prevzema družbe Protej v letnem poročilu za leto 2018 družbe Trigano

Evolution du périmètre de consolidation depuis le 1^{er} septembre 2017

Adria

Trigano a pris le contrôle du groupe Adria, constructeur de Véhicules de loisirs, le 22 septembre 2017 en achetant 84,1% des actions (représentant 85% des droits de vote, compte tenu d'une boucle d'auto-contrôle de 0,9%) de la société Protej. Le contrat liant Trigano aux actionnaires minoritaires prévoit l'acquisition par Trigano de la totalité des actions restantes d'ici 2025. Compte tenu des caractéristiques du contrat, Trigano a estimé avoir acquis 100% de Protej au 22 septembre 2017 avec la constatation d'une dette financière pour la partie différée du paiement. Cette dette a été

évaluée sur la base d'un prix d'exercice convenu contractuellement. Elle est susceptible de varier en fonction des résultats et de l'endettement futur de la Société. Les comptes du groupe Adria ont été intégrés à compter du premier octobre 2017. Compte tenu de la proximité de la date d'acquisition de Protej avec la date d'ouverture de l'exercice, l'intégration de cette société au 1^{er} septembre 2017 n'aurait pas changé de façon significative le résultat de l'entreprise.

A la date de la prise de contrôle, la juste valeur attribuée aux actifs et passifs identifiables de Protej se résume ainsi :

en milliers d'euros	Juste valeur à la date de 1 ^{er} consolidation
Immobilisations corporelles et incorporelles	78 677
Autres actifs non courants	12 375
Stocks	50 893
Créances clients	53 850
Autres actifs courants	7 805
Trésorerie et équivalents de trésorerie	37 650
Provisions	(17 321)
Fournisseurs	(50 987)
Passifs financiers	(67 063)
Autres dettes	(12 375)
Intérêts ne donnant pas le contrôle	(272)
Actifs et passifs identifiables, nets (A)	93 232
Juste valeur de la contrepartie transférée pour la prise de contrôle de Protej (B)	232 572
Ecart d'acquisition (B-A)	139 340

L'écart d'acquisition dégagé s'élève ainsi à 139,3 M€. Ce montant est justifié par la qualité de l'entreprise ainsi que par l'importance des synergies dégagées par cette acquisition. La juste valeur des actifs et passifs identifiables intègre principalement une évaluation de la marque Adria pour 28,3 M€.

Les frais d'acquisition liés à cette transaction et enregistrés en charge sur la période se sont élevés à 1,6 M€ (cf. 4.2.6.4). Les contributions au chiffre d'affaires et au résultat net sur la période ont été de 407,9 M€ et 59,2 M€.