

Fabris Peruško  
Izvanredni povjerenik  
Agrokor d.d.  
Trg Dražena Petrovića 3  
10000 Zagreb  
Hrvatska

15. lipnja 2018.

Poštovani gosp. Peruško,

## Uvod

FTI Consulting LLP dostavlja ovo pismo ("Pismo") i mišljenje izraženo u istom („Mišljenje“) Agrokoru d.d. („Agrokor“ ili „Društvo“) o razumnosti, s financijskog gledišta, sljedećeg:

- (i) Procjena vrijednosti društava koje čine grupu pod vodstvom Agrokor d.d. („Agrokor Grupa“ i „Procjene vrijednosti“) izvršenih za i u ime Agrokor i; i
- (ii) Koncepta prioriteta namirenja („EPC“) i s njime povezanim Modelom prioriteta namirenja („EPM“) pripremljenog za i u ime Agrokor, a koji se koristi za informiranje o Transakciji (kako je definirana u ovom pismu).

Ovo Pismo i Mišljenje izraženo u istom namijenjeni su isključivo za korištenje od strane Agrokor. Mišljenje ne obuhvaća razumnost cjelokupne Transakcije te ne predstavlja preporuku bilo kojoj osobi u odnosu na bilo koju konkretnu radnju koju je potrebno poduzeti vezano uz Transakciju.

Pojam „Vjerovnici“ u ovom Pismu označava sve vjerovnike Društava pod izvanrednom upravom (kako su definirana u ovom Pismu).

Pojam „Transakcije“ u ovom Pismu obuhvaća prijedlog restrukturiranja („Nagodba“) koji se podnosi Vjerovnicima sukladno Zakonu o postupku izvanredne uprave u trgovačkim društvima od sistemskog značaja za Republiku Hrvatsku („ZPIU“). Nagodbom se predlaže restrukturiranje tražbina Vjerovnika Agrokor i 76 njegovih ovisnih društava („Društva pod izvanrednom upravom“) sukladno kojoj, pod uvjetima navedenim u istoj, Vjerovnici će primiti depozitarne potvrde („Potvrde“) koje predstavljaju udjele u novom holding društvu („STAK“), zamjenjive obveznice („Zamjenjive obveznice“) i tražbine u novoj grupi („Novi Agrokor“), a radi namirenja tražbina Vjerovnika prema Društvima pod izvanrednom upravom.

Mišljenje se temelji na informacijama koje nam je dostavio Agrokor, bilo izravno ili kroz svoje savjetnike, za potrebe razgovora o Transakciji i pripreme Pisma. Ni FTI Consulting LLP niti bilo koje od njegovih ovisnih društava, povezanih osoba, suradnika ili stručnjaka nije poduzelo radnje radi provjere ili potvrde, niti preuzimaju bilo kakvu odgovornost za, točnost i potpunost takvih informacija. Konkretno, naš rad nije obuhvatio pouzdanost financijskih prognoza Grupe („Plan održivosti“) te iako se o ključnim pretpostavkama razgovaralo s Agrokorom putem njegovih savjetnika, nismo proveli dubinsko snimanje Plana održivosti.

Mišljenjem se ne zauzima bilo kakav stav o postupovnim aspektima Transakcije, pridržavanju ZPIU i ostalih mjerodavnih zakona i propisa.

Zatražili ste naše Mišljenje, u našem svojstvu financijskih savjetnika angažiranih od strane Agrokor, o poštenosti i razumnosti Procjena vrijednosti i Koncepta prioriteta namirenja, koji su glavni elementi naknade koja se Vjerovnicima daje kroz Transakciju, s financijskog stajališta. Mišljenje se daje sa stajališta Vjerovnika kao cjeline u Nagodbi te ne odražava bilo kakve konkretne tražbine pojedinih Vjerovnika.

U stvaranju našeg Mišljenja, uzeli smo u obzir određene poslovne i financijske informacije koje se odnose na Agrokor, kao i druge materijale koji su nam dostavljeni za potrebe pomoći u procjeni Transakcije, uključujući, bez ograničenja na, sljedeće:

- (i) Plan održivosti Agrokor od 7. ožujka 2018. koji sadrži za svako poduzeće financijske prognoze do 2021.;
- (ii) Model procjene vrijednosti pripremljen za Društvo, uključujući prognoze novčanih tijekova za svako društvo (s ažuriranim informacijama u odnosu na one dane u Planu održivosti), a koje navode procijenjena vrednovanja poduzeća i ostale imovine za svako društvo Grupe na dan 31. ožujka 2018., i po osnovi vremenske neograničenosti poslovanja i po osnovi likvidacije; i
- (iii) EPM pripremljen za Društvo, koji navodi predloženi omjer povrata po svakom Društvu pod izvanrednom upravom, a koje čini osnovu za raspodjelu namirenja Vjerovnicima po Nagodbi u Novom Agrokoru.

Za potrebe razgovora o Transakciji i informacijama koje su nam dostavljene sastali smo se s ostalim savjetnicima Agrokor. Imali smo pristup „sobi“ podataka koju je vodio financijski savjetnik Agrokor i proveli smo druge analize i provjere te razmotrili ostale informacije i financijske, ekonomske i tržišne kriterije koje smo smatrali primjerenim kako bi došli do naših zaključaka.

U izvođenju našeg rada pretpostavili smo i oslonili se na, bez neovisne provjere, točnost i potpunost u svim značajnim aspektima svih financijskih, računovodstvenih i ostali informacija i podataka koji su nam dostavljeni. Nadalje, pošli smo od toga da ni Izvanredni povjerenik niti više rukovodeće osoblje Grupe kao ni savjetnici nisu svjesni bilo kojih informacija ili činjenica koje bi uzrokovale da informacije koje su nam dostavljene budu nepotpune ili zavaravajuće u bilo kojem značajnom aspektu.

Nismo proveli neovisnu procjenu bilo kojeg poreznih ili računovodstvenih pitanja koja se tiču Grupe. Nismo proveli neovisnu provjeru pravne strukture Agrokor grupe te smo pretpostavili točnost dostavljenih nam informacija. Nismo proveli fizičku provjeru Agrokorovih poduzeća ili imovinskih prava i interesa.

Ne dajemo bilo kakav stav o tome kakva će zapravo biti vrijednost Potvrda, Zamjenjivih obveznica i ostalih prava u STAK-u/Novom Agrokoru, kada isti budu izdani sukladno Transakciji, niti o cijeni po kojoj će isti možebitno trgovati u bilo koje vrijeme.

Naše pismo je aktualno samo s datumom na njemu naznačenim. Ono se nužno temelji na ekonomskim, financijskim i ostalim uvjetima koji postoje i mogu biti procijenjeni na datum ovog Pisma, u mjeri u kojoj su mjerodavni za model procjene vrijednosti pripremljen s danom 31. ožujkom 2018. Ne preuzimamo odgovornost za ažuriranje ovog pisma ili za informiranje Vas o bilo kakvim izmjenama nakon datuma ovog Pisma.

Primamo na znanje da će Pismo biti dano Vjerovnicima, Sudu i ostalim tijelima po potrebi, a vezano uz Transakciju po ZPIU. No, jedina osoba koja se može pouzdati u ovo Pismo (prema kojoj postoji odgovornost za ovo Pismo) je Društvo. Naša odgovornost prema Vjerovnicima i bilo kojoj drugoj osobi izrijeком je isključena.

Ovo Pismo treba čitati u njegovoj cjelini kao jedan dokument, a FTI zadržava pravo odobriti bilo kakvo upućivanje na dio Pisma ili upućivanje na FTI u bilo kakvoj dokumentaciji vezanoj uz Transakciju, osim pukog upućivanja na samo Pismo.

U slučaju prijevoda Pisma na jezik drugačiji od engleskog, mjerodavna će biti engleska verzija.

Naši komentari na Procjene vrijednosti i Koncept prioriteta namirenja te cjelokupni zaključci nalaze se niže.

## **Procjene vrijednosti**

### ***Procjene vrijednosti poslovanja („BV“)***

Pregledali smo procijenjene vrijednosti poslovanja Društva za sva društva Agrokor Grupe. Od nas nije zatraženo da izvršimo niti smo izvršili neovisne procjene vrijednosti. Umjesto toga, od nas je zatraženo da damo i dali smo neovisno mišljenje o razumnosti Agrokorovih zaključaka o procjeni vrijednosti, uzimajući u obzir tržišne, industrijske faktore i faktore specifične za društvo, uključujući stav, pretpostavke i procjene Agrokor Grupe i njezinih savjetnika.

Od nas nije zatraženo niti smo tražili indikacije interesa trećih strana za stjecanje cijele ili bilo kojeg dijela Agrokor Grupe. Stoga ne dajemo mišljenje bi li treće osobe bile u mogućnosti ili voljne platiti višu ili nižu cijenu za svako od društava koje čini Agrokor Grupu uslijed kompetitivnog procesa aukcije ili bi li viša ili niža cijena bila postignuta u inicijalnoj javnoj ponudi.

Naš rad na procjenama vrijednosti poslovanja bio je fokusiran na najvažnijih 18 društava (navedenih u prilogu 1) („Fokus društva“) koja čine 86% ukupne procijenjene vrijednosti društava Agrokor Grupe. Za ta Fokus društva proveli smo sveobuhvatne postupke provjere procjene vrijednosti opisane niže. Za manja društva Agrokor Grupe („Manja društva“) proveli smo procese načelne provjere (dogovorene s Društvom) koji pokrivaju pristup i primjenu metodologije procjene vrijednosti.

Naš rad na Procjeni vrijednosti poslovanja pretpostavlja procjenu vrijednosti operativnih društava u Grupi po načelu „zbroj dijelova“ i na osnovi da Grupa ostaje cjelovita.

Procjena vrijednosti poslovanja sastoji se od dvije sastavnice:

- (i) Vrijednosti poduzeća (*Enterprise value*), koja čini 89% Procjene vrijednosti poslovanja; i
- (ii) Procjene vrijednosti sporedne imovine, uobičajeno nekretnina ili ostale neoperativne imovine, koja čini 11% Procjene vrijednosti poslovanja.

Za potrebe našeg rada pretpostavili smo da je sav novac kojim Grupa raspolaže potreban za radni kapital/operativne svrhe te da nema novca raspoloživog za raspodjelu vjerovnicima.

#### ***Vrijednost poduzeća (Enterprise value) („EV“)***

Za Fokus društva koristili smo više metodologija procjena vrijednosti te razmotrili primjerenost izbora i primjene odabrane metodologije.

Primijenili smo analizu procjena vrijednosti multipli usporedbom društava Agrokor Grupe s više usporedivih faktora koja čine:

- (i) Društva uvrštena na tržišta za koja smo smatrali da su usporediva predmetnom društvu Agrokor Grupe
- (ii) U mjeri javno dostupnoj ili nama raspoloživoj, financijski uvjeti određenih drugih poslovnih kombinacija i drugih transakcija koje su izvršene ili najavljene.

Također smo izvršili analizu procjene vrijednosti diskontiranim novčanim tijekovima koja se temelji na prognozama novčanih tijekova predstavljenih u modelu procjene vrijednosti Društva, a koje održavaju financijski učinak određenih operativnih radnji restrukturiranja predstavljenih u Planu održivosti.

Provjerili smo polazne pretpostavke za procjenu vrijednosti, poput primijenjenih stopa diskonta i multipli. Nadalje, provjerili smo Agrokorove procjene vrijednosti u pogledu matematičke točnosti te smo, na osnovi uzorka, provjerili vanjske unose procjena vrijednosti prema javno dostupnim informacijama gdje je to bilo moguće. Razmotrili smo razumnost cjelokupnog zaključka o procjeni vrijednosti koji je naveden u Agrokorovim Procjenama vrijednosti u odnosu na Fokus društva s obzirom na našu analizu. Za Manja društva, provjerili smo dosljednost korištenih pristupa procjeni vrijednosti s onima primijenjenim na Fokus društva. Također smo provjerili Procjene vrijednosti za Manja društva u smislu matematičke točnosti te smo, na osnovi uzorka, provjerili vanjske unose procjena vrijednosti prema javno dostupnim informacijama gdje je to bilo moguće.

#### ***Procjene vrijednosti sporedne imovine***

Procjene vrijednosti sporedne imovine temelje se na neovisnom vrednovanju predmetne imovine od strane trećih osoba koje je pripremljeno za Društvo i ostalih indikatora vrijednosti poput zaprimljenih ponuda ili neto knjigovodstvene vrijednosti. Usporedili smo uzorak procjena u modelu procjena vrijednosti koji se temelji na vrednovanju trećih osoba s polaznim vrednovanjem. No, mi nismo procjenitelji takve imovine te nismo poduzeli nikakve provjere u vezi s procijenjenim vrijednostima.

### **Likvidacijske vrijednosti**

Naš rad prvenstveno je bio fokusiran na analizu Procjene vrijednosti poslovanja, budući da se ista koristi u EPM-u radi procjene stope povrata Vjerovnika te informiranja o raspodjeli u Transakciji. No, savjetnici Agrokora proveli su i analizu likvidacije u odnosu na vrijednosti u hitnoj prodaji i likvidaciji svakog Agrokora društva.

Pregledali smo pristup i ključne pretpostavke takve analize likvidacije i usporedili rezultat s analizom Procjene vrijednosti poslovanja za svako društvo Agrokora Grupe.

### **Koncept prioriteta namirenja**

Pregledali smo Koncept prioriteta namirenja i s njime povezani EPM kojeg je pripremio financijski savjetnik Agrokora. Svrha Koncepta prioriteta namirenja je ilustrirati hipotetske povrate različitim Vjerovnicima ostvarene iz imovine Agrokora Grupe na osnovi Procjene vrijednosti poslovanja.

Poduzeli smo sljedeće postupke provjere:

- (i) Pregledali smo strukturu Agrokora Grupe i povezano modeliranje iste u EPM-u
- (ii) Provjerili smo da su zaključci o Procjeni vrijednosti poslovanja točno uneseni u EPM
- (iii) Pregledali smo pravnu, financijsku strukturu i strukturu sredstava osiguranja kako bi razumjeli ključne elemente EPM-a
- (iv) Pregledali smo tražbine Vjerovnika modelirane u EPM-u u usporedbi s tražbinama Vjerovnika prijavljenima sudu u Hrvatskoj
- (v) Na uzorku smo izvršili postupke provjera excel EPM modela od kojeg polazi Koncept prioriteta namirenja kako bi potvrdili da vrijednosti primjereno idu vjerovnicima, a u vidu pravne, financijske strukture i strukture sredstava osiguranja
- (vi) Pregledali smo povrate različitim vjerovnicima koji su ilustrirani izlaznim vrijednostima EPM-a

Od nas nije zatraženo niti smo neovisno provjerili pravnu i financijsku strukturu te strukturu sredstava osiguranja. U tom pogledu pouzdali smo se na informacije koje su nam dane te ne dajemo mišljenje o valjanosti takvih informacija.

### **Zaključci**

Naše mišljenje u odnosu na Procjene vrijednosti i Koncept prioriteta namirenja, na ovdje naznačeni datum, te na osnovi i pod uvjetom naprijed navedenog, je sljedeće:

- (i) Vrijednosti poduzeća Fokus društava koje je procijenio Agrokora i koje se koriste u Konceptu prioriteta namirenja razumne su iz financijske perspektive
- (ii) Uzorak procjena vrijednosti sporedne imovine Društva koje se temelje na vrednovanju trećih osoba koje smo odabrali slažu se s polaznim vrednovanjima
- (iii) Pristupi procjenama vrijednosti primijenjen na Manja društva je dosljedan onima primijenjenim na Fokus društva
- (iv) Procjene vrijednosti poslovanja Društava pod izvanrednom upravom nadilazi procijenjene vrijednosti u likvidaciji
- (v) Koncept prioriteta namirenja pruža razumnu ilustraciju hipotetskih povrata vjerovnicima ostvarenih iz imovine Agrokora Grupe na osnovi Procjene vrijednosti poslovanja.

/potpis/

Chad Griffin

Senior Managing Director

Potpisano u ime FTI Consulting LLP

## **Prilog 1**

Popis Fokus društava:

1. Konzum d.d.
2. VELPRO - CENTAR d.o.o.
3. Konzum d.o.o. Sarajevo
4. Tisak d.d.
5. Jamnica d.d.
6. Roto dinamic d.o.o.
7. Sarajevski kiseljak d.d.
8. Ledo d.d.
9. Ledo d.o.o. Čitluk
10. Frikom d.o.o.
11. Zvijezda d.d.
12. Dijamant a.d.
13. PIK Vrbovec d.d.
14. Vupik d.d.
15. Belje d.d.
16. PIK Vinkovci d.d.
17. Agrokor-trgovina d.o.o.
18. Poslovni sistem Mercator d.d.