



Konzum PE Magántőkealap
Képviseli: Konzum Befektetési Alapkezelő Zrt.
1026 Budapest, Riadó utca 1-3.

Független Szakértői Jelentés

A Holiday Resort Kreischberg-Murau GmbH apportértékére vonatkozóan

Tisztelt Igazgatóság!

A megbízás háttere

A Konzum PE Magántőkealap (továbbiakban „Konzum PE”, „Megbízó”) a Holiday Resort Kreischberg-Murau GmbH-ban (továbbiakban „Holiday Resort”, „Társaság”) meglévő 100%-os üzletrészenek a KONZUM Nyrt.-be történő apportálását (továbbiakban „Tranzakció”) tervezi.

A Tranzakció kapcsán a KONZUM PE felkérte a PricewaterhouseCoopers Magyarország Kft-t (továbbiakban „PwC”) az apportálásra kerülő üzletrész apportértékének meghatározására, és ezzel kapcsolatos független szakértői jelentés elkészítésére (továbbiakban „Szakértői Jelentés”).

A fentiek alapján Szakértői Jelentésünket a KONZUM Nyrt. 2/2017 (XII.12.) számú Igazgatósági Határozatában foglaltakra tekintettel, a Konzum PE által tervezett, a KONZUM Nyrt.-ben történő nem pénzbeli vagyoni hozzájárulás (apport) útján megvalósuló tőkeemeléshez kapcsolódóan készítettük el.

Elvégzett munka és információs bázisa

Megbízásunknak megfelelően elvégeztük a KONZUM PE által a Társaságban birtokolt üzletrész értékelését.

Az értékelés fordulónapja 2017. december 31. volt. Az értékelés során kizárólag azon információkat vettük figyelembe, amelyek az értékelés időpontjában ismertek és

elérhetőek voltak. Az értékelés időpontját követően felmerült információkat, illetve azok esetleges értékre gyakorolt hatását az értékelés nem tartalmazza.

Független Szakértői Jelentésünk elkészítéséhez, a fennálló makrogazdasági, piaci, pénzügyi és érvényes szabályozói környezetre vonatkozó információkat használtuk fel. Értékelésünk csak az értékelés fordulónapjára érvényes. Megbízásunk nem tartalmaz a Szakértői Jelentés későbbi aktualizálására vonatkozó kötelezettséget.

Az értékelés elsődleges információs bázisát a Konzum PE és az értékelendő társaság menedzsmentje (továbbiakban „Menedzsment”) által rendelkezésünkre bocsátott információk, elsősorban a részünkre átadott gazdálkodási adatok, historikus időszakra vonatkozó információk, üzleti tervek és egyéb dokumentumok, valamint a Menedzsmenttel folytatott interjúk képezték. A részünkre átadott adatok és információk vonatkozásában nem végeztünk könyvvizsgálattal kapcsolatos és a könyvvizsgálat gyakorlatának megfelelő vizsgálatokat, továbbá nem győződünk meg az adatok valódiságáról; feltételeztük, hogy az átadott információk pontosak és teljes körűek.

Az üzletértékelés tárgyát képező társaság bemutatása

A Holiday Resort Kreischberg-Murau GmbH 2005-ben alakult Ausztriában. Az értékelés fordulónapján a Társaság 100%-ban a Konzum PE Magántőkealap tulajdonában áll.

A Holiday Resort Kreischberg-Murau GmbH tulajdonában áll a Murauban található 4 csillagos, 251 férőhelyes Hotel Relax Resort wellness szálloda, amely a Kreischberg hegy lábánál, közvetlenül a sípálya szomszédságában helyezkedik el.

A szálloda a síszezonban az egyik legkedveltebb desztináció a meghatározó részben Magyarországról érkező vendégek körében, melynek köszönhetően decembertől márciusig az átlagos szobakihasználtság eléri a 85%-ot. Az év fennmaradó részében elsősorban a hegyekben pihenni, túrázni, kerékpározni vágyó családok, a közeli golfpályára érkező vendégek, valamint a szálloda konferencia és wellness létesítményeit igénybe vevő üzleti ügyfelek számára kínálja szolgáltatásait.

A hotelt az értékelési fordulónapon a Relax Gastro & Hotel GmbH („Relax Gastro”) üzemelteti. A Relax Gastro és a Holiday Resort által kötött üzemeltetési szerződés értelmében a Relax Gastro-t illeti meg az üzemeltetésből származó teljes bevétel, mely bevétel átengedésének fejében a Relax Gastro bérleti díjat fizet a Holiday Resort-nak. A Megbízótól kapott információ szerint a szálloda üzemeltetése 2018-ban a fenti konstrukciónak megfelelően történik, ugyanakkor 2019-től kezdődően a szálloda üzemeltetése visszakérül a Relax Gastro-tól a Társasághoz saját üzemeltetésbe (a korábbi, 2017-et megelőző állapotnak megfelelően).

Az üzletértékelés módszertana

Üzletértékelési módszertanok

A nemzetközi sztenderdek alapján három alapvető értékelési módszert különböztetünk meg: a jövedelem alapú, a piaci összehasonlító alapú, és az eszköz alapú értékelési módszertanokat. A valós piaci érték megállapításához megfelelő módszer kiválasztása minden esetben a vizsgált társaság jellegének és az adott helyzethez kapcsolódó körülmények függvénye.

A jövedelem alapú módszertan a vállalatok működéséhez kapcsolódó pénzáramlást vizsgálja, a megfelelő tőkeköltséggel diszkontálja azt, így határozva meg a vállalat értékét. A módszer alapja a társaság hosszú távú üzleti terve.

A piaci értékelési megközelítés, azaz összehasonlítható vállalkozások alapján történő értékelés általában a társaság valamely pénzügyi vagy működési paramétere alapján végzi az értékelést. A piaci összehasonlító megközelítés a vállalat saját tőkéjének piaci értékét olyan összehasonlítható vállalatok adatai alapján határozza meg, amelyek iparági tevékenysége, árbevétel-összetétele és gazdasági környezete hasonló az értékelt vállalatéval.

A nettó eszköz alapú módszer az értékelt társaság saját tőkéjének értékét az eszközök és kötelezettségek piaci értékének meghatározásával vezeti le. A módszertan az egyes mérlegtételek újraértékelésén és összesítésén alapszik. A módszer alapján a saját tőke 100%-ának piaci értéke az eszközök és a kötelezettségek piaci értékének különbségéből becsülhető.

Kiválasztott üzletértékelési eljárás

A rendelkezésre álló információk alapján megállapítható, hogy a Társaság esetében az üzleti érték elsődlegesen a megtermelt jövőbeni pénzáramokból származik, ezért az értékelés a Megbízóval egyeztetve a jövedelem alapú megközelítés, ezen belül a diszkontált cash flow (DCF) módszertan alapján került elvégzésre. A DCF módszer értelmében egy társaság üzleti értékét a tőle jövőben várható pénzáramok nagysága határozza meg. A módszer egy nettó jelenérték számítás, amelynek során a jövőbeli szabad pénzáramokat a pénz időértékét és kockázatát kifejező tőkeköltséggel alakítjuk jelenértékké.

A jövedelem alapú értékelés fő lépései:

- A társaság pénzáramlásait alapvetően meghatározó tevékenységek működési feltételeinek meghatározása;
- Egy ún. explicit előrejelzési időszak jövőbeli szabad pénzáramainak (a finanszírozás módjától független adózott cash flow-k) levezetése (működési, beruházási és működő tőke pénzáramlások), majd a megfelelő diszkontrátával történő jelenértékesítése;

- A maradványérték, azaz az explicit időszakot követően feltételezett, hosszú távon fenntartható pénzáram becslése és jelenértékesítése;
- Az egyéb tételek (pénzeszközök, hitelek, értékesíthető szabad eszközök, működéshez szükséges eszközök) figyelembe vétele a saját tőke előzetes értékének meghatározásához;
- Likviditási diszkont figyelembe vétele;
- Értékkonklúzió kialakítása.

Értékelési kritériumok

Munkánk során az értékelést az alábbi kritériumok figyelembe vételével végeztük el:

- A piaci érték definíciója: A méltányos piaci érték úgy definiálható, mint olyan ár, amiben egy nem korlátozott, szabad piacon, ésszerű körülmények között egy jól tájékozott, eladni akaró, de eladásra nem kényszerülő eladó és egy jól tájékozott, vásárolni akaró, de vásárolni nem kényszerült vevő egyezne meg, ahol mindkét fél gazdasági érdekeinek megfelelően cselekszik, megfelelően tájékozott a piaci körülményekről, a szóban forgó társaság(ok) vagyoni helyzetéről és jövőbeli kilátásairól.
- A folyamatos működés feltételezése: Feltételeztük, hogy a Társaság a működését a tervek szerint folytatja, a megkezdett beruházásait befejezi, és a meglévő eszközei mellett ezeket is – az üzleti tervben meghatározott céllal, eredményességgel és hasznossággal – működtetni fogja.

A társaság értékét befolyásoló főbb értékvezérlők, feltételek bemutatása

A Holiday Resort fő tevékenysége a 2017-es üzleti évet megelőzően a tulajdonában álló Hotel Relax Resort üzemeltetése volt. A 2017-es üzleti évtől kezdve ugyanakkor a szálloda üzemeltetését a Relax Gastro & Hotel GmbH vette át. A Relax Gastro és a Holiday Resort között érvényben lévő üzemeltetési és bérleti szerződés értelmében a szálloda üzemeltetéséből származó eredmény a Relax Gastro-t illeti meg, melynek fejében bérleti díjat fizet a Holiday Resort-nak. A Megbízótól kapott információk alapján a Hotel Relax Resort 2018-ban továbbra is a Relax Gastro üzemeltetése alá fog tartozni, ezt követően azonban, 2019-től a szálloda üzemeltetését ismét a Holiday Resort fogja ellátni. Ennek megfelelően az értékelés során a Holiday Resort – mint értékelendő Társaság – szempontjából 2018-ra vonatkozóan a fennálló feltételeknek megfelelő bérbeadást, míg 2019-től saját üzemeltetést feltételeztünk.

A szálloda bevételeinek előrejelzése során a szállodai részleg bevételei a becsült átlagos szobaár illetve a várhatóan kiadásra kerülő szobaszám alapján, a vendéglátási illetve a wellness (termál/sport) bevételek a szállodai bevételek arányában kerültek meghatározásra, az üzleti tervek figyelembe vételével. A szobakihasználtság tekintetében mérsékelt javulással számol a terv, míg az átlagos szobaárban az inflációnak megfelelő áremelkedéssel kalkulálunk.

A működési költségeken belül az egyik legjelentősebb tétel a bérköltség, melyre vonatkozóan a Menedzsmenttől kapott információk alapján 2018. évre számottevő bérfejlesztés került betervezésre. Ennek fő oka a régióban tapasztalható bérek szintjéhez való bérfelzárkóztatás. Az üzleti terv az explicit időszak további éveiben az infláció mértékét és a szobakihasználtságból eredő változásokat építette bele a bérköltségek előrejelzésébe. Az eladott áruk beszerzési értéke és az egyéb közvetlen anyagköltségek tekintetében az üzleti terv előrejelzéseit, valamint a historikus adatokat vettük alapul. A fel nem osztható, általános költségeket a vizsgált költségtételek árbevételhez viszonyított historikus arányának figyelembe vételével határoztuk meg. A költségek előrejelzése során figyelembe vettük a várható infláció hatását (indexálás).

Az értékelés során a Menedzsment által tervezett bevételek és ráfordítások értékét a historikus adatok és a piaci várakozások alapján szükség szerint felülvizsgáltuk, melyet követően meghatároztuk a cash-flow levezetés alapját képező EBITDA értékét. A szabad cash-flow levezetése során az EBITDA értékét módosítottuk a tervezett beruházások, a kalkulált társasági adó és a működőtőke állományváltozás értékével.

Korlátozások

Ez a Szakértői Jelentés a kapcsolódó jogszabályi előírások szerint a Konzum PE, mint Megbízó számára készült. A Szakértői jelentés kizárólag a szerződésünkben és a Szakértői Jelentésben megfogalmazott célra használható fel. A Szakértői Jelentés az erre vonatkozó magyarországi jogszabályoknak megfelelően nyilvánosságra hozható. A Szakértői Jelenés a fentiekén kívüli bármilyen más formában történő nyilvánosságra hozatalához, tömörítéséhez, megjelenítéséhez, vagy az arra történő bármely hivatkozáshoz a PwC előzetes jóváhagyása szükséges.

A PwC ellenkező értelmű, kifejezett és kötelező jogszabályi rendelkezés hiányában nem vállal semmilyen felelősséget harmadik fél felé a Jelentés vagy Jelentésben szereplő bármely információ felhasználásából eredő esetleges károkért, kötelezettségekért.

Bármely, a Jelentést figyelembe vevő személy felelőssége, hogy Jelentésünk és más, a munkánktól független elemzések, valamint a rendelkezésére álló egyéb információk figyelembevételével hozza meg döntéseit.

A PwC nem vállal felelősséget bármely döntésért, vagy a tervezett tranzakció(k) megvalósulásának elmaradásáért, sem a tranzakció(k)ból adódó esetleges kedvezőtlen következményekért. Különös tekintettel az abból származó esetleges pénzügyi és más következményekre, hogy a tranzakció(k) megvalósulását követően vagy annak elmaradása következtében valamely érintett nem jut az elvárt haszonhoz.

A Konzum PE menedzsmentjének felelőssége saját megítélésére alapozva javaslatot tenni a tervezett Tranzakció feltételeire vonatkozóan. A független Szakértői

Jelentésnek, illetőleg az azt alátámasztó eljárásoknak nem célja, hogy kizárólagos jelleggel képezzen alapot bármely, a Tranzakcióval kapcsolatos döntéshez. Ennek megfelelően nem használható egyéb vizsgálódások és eljárások helyettesítésére, amelyeket a Tranzakcióban résztvevő feleknek célszerű elvégezniük a Tranzakció feltételeinek kialakítása során.

A felhasznált információkat a PwC több, esetenként nyilvánosan elérhető forrásból, illetve az értékeléssel érintett társaság Menedzsmentjétől szerezte. A rendelkezésre álló adatokat nem vizsgáltuk felül, azokat nem ellenőriztük, illetve harmadik féllel nem ellenőriztettük, és nem hajtottunk végre a könyvvizsgálati szabványoknak megfelelő könyvvizsgálatot, jogi vagy adóügyi tanácsadást.

Nem vállalunk felelősséget a Menedzsmenttől kapott pénzügyi adatokra, vagy a nyilvánosan hozzáférhető iparági vagy más társaságokra vonatkozó információk helytállóságáért, vagy azok ellenőrzéséért. Feltételeztük, hogy a Menedzsment által rendelkezésünkre bocsátott pénzügyi és egyéb információk helytállóak és teljesek. Feltételeztük továbbá, hogy minden lényeges, az érintett társaság működéséhez kapcsolódó kötelezettség (tényleges vagy függő) szerepel a pénzügyi kimutatásokban. Elfogadtuk a Menedzsment nyilatkozatát, mely szerint nincsen tudatában olyan ténynek, amely ezen pénzügyi és egyéb információk helytállóságát, megbízhatóságát, vagy teljességét megkérdőjelezné.

Felhívjuk a figyelmet, hogy az értékelésünk során használt pénzügyi előrejelzések várakozásokon és jövőre vonatkozó üzleti feltételezéseken alapulnak. Az előrejelzéseket terhelő bizonytalanság miatt a jövőben ténylegesen realizálódó pénzáramok és az ugyanazon időszakra előrejelzett pénzáramok között akár jelentős eltérések is keletkezhetnek.

A Menedzsment által szolgáltatott előrejelzésekre, tendenciákra és pénzügyi folyamatokra vonatkozóan azzal a feltételezéssel éltünk, hogy ezen előrejelzések készítéséhez felhasznált információk ésszerűek és a Menedzsmentnek az érintett társaság üzletmenetére vonatkozó legvalószínűbb előrejelzéseit és várakozásait tükrözik. Az üzleti érték becslésekor abból a feltételezésből indultunk ki, hogy az érintett társaság szakmai vezetésében nem lesz lényeges változás a jövőben.

Az értékelés természetéből fakadóan nem tekinthető egységes és egzakt tudománynak és az elemző által levont következtetések részben szubjektív értékítéleteket és döntéseket is tartalmazhatnak, ezáltal nem létezik egyetlen és vitathatatlan érték.

Az értékelés elkészítése során nem folytattunk vizsgálatot a Konzum PE közvetlen vagy közvetett tulajdonában lévő vagyona vonatkozó jogcímmel, sem pedig a vele szemben fennálló kötelezettségekkel kapcsolatosan. Az elemzésünk feltételezi, hogy a tulajdonosi igény érvényes, a tulajdonjogok megfelelőek és értékesíthetők és nincsenek olyan megkötések, amelyek egyszerű eljárással ne lehetnének tisztázhatók.

Minden következtetés, eredmény, és tény, amely a Jelentésben szerepel, az értékelés fordulónapján vagy röviddel azt követően ismertté vált tényeken, várható eseményeken és értékítéleteken alapszik.

A Szakértői Jelentés nem tartalmazza az olyan események vagy körülmények esetleges hatásait, amelyek a Szakértői Jelentés dátuma után merülhettek fel, és nem tartalmaz olyan információkat, amelyek az említett időpont után kerülhettek napvilágra.

Függetlenség

A PwC független a Megbízótól, a Konzum Nyrt. illetve az értékelés tárgyát képező Társaság vezetésétől és tulajdonosaitól.

A Jelentés tartalma független a díjazás mértékétől, illetve a díjazás ténye nem függ semmilyen előre meghatározott elemzési eredmény elérésétől. Az elemzés és annak következtetései a PwC szakmai meggyőződését tükrözik.

Az értékelés eredménye

Az elvégzett értékelés alapján a Holiday Resort Kreischberg-Murau GmbH Konzum PE Magántőkealap tulajdonában álló, a tervezett Tranzakció során a KONZUM Nyrt.-be apportálandó 100%-os üzletrészének becsült piaci értéke 897 131 ezer Ft a 2017. december 31-i értékelési fordulónapra vonatkozóan.

Amennyiben a tényleges tőkeemelés során kibocsátandó új részvények a KONZUM Nyrt. 2/2017 (XII.12.) számú Igazgatósági Határozatában meghatározott kibocsátási értéken, azaz 3 141 Ft/részvény árfolyamon kerülnek kibocsátásra, úgy a Holiday Resort Kreischberg-Murau GmbH 100%-os üzletrészének apport ellenértékeként lefelé kerekítve 285 619 db részvény kibocsátása mellett kerül egyensúlyba a tőkeemelés értéke az apport értékkel.

Budapest, 2018. március 28.

Tisztelettel:



Dr. Polacsek Csaba

Cégtárs

PricewaterhouseCoopers Magyarország Kft.