



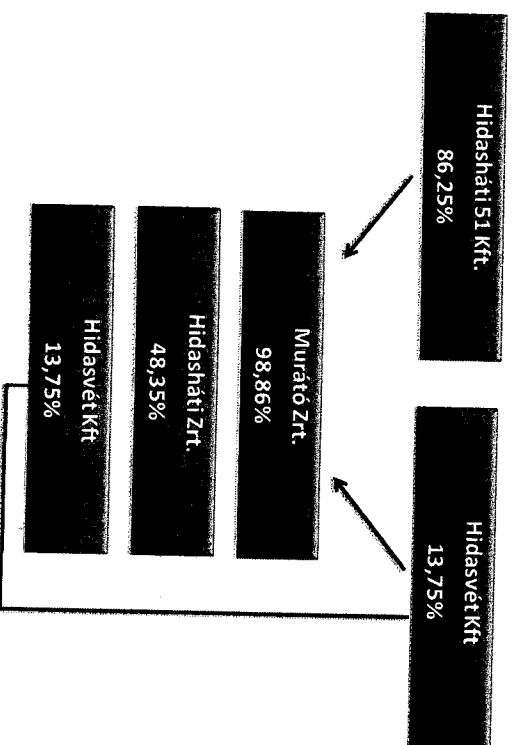
BDO Magyarország
Corporate Finance Kft.

MURÁTÓ ZRT. APPORTÉRTÉKELÉSE 2012. DECEMBER 31-RE VONATKOZÓAN

2013. április 16.

1.1 A feladat meghatározása

- A BDO Magyarország Corporate Finance Kft. megbízást kapott a PHYLAXIA 1912. Holding Nyrt.-től a következő Társaságok meghatározott tulajdoni hányadának értékelésére a riportálás céljából:
 1. Csabatáj Mezőgazdasági Zrt.,
 2. Murató cégcsoport: Murató Zrt (figyelembe véve a Hidasváti Zrt. és a Hidasvéri Kft., mint befektetés üzleti értékét),
 3. Mátrafűtőber Épületgépészeti Kft.,
 4. Remat cégcsoport: Remat Zrt. (figyelembe véve a Recplast Kft., Tácfol Kft., Remat Slovakia s.r.o., mint befektetések üzleti értékét),
 5. Wamsler SE,
 6. Holiday Resort Kreischberg-Murau GmbH.
- Az értékeléseket az eredeti megbízás keretében 2012. szeptember 30-i időpontra végeztük el. Jelen megbízás keretében a fenti cégek (kivéve Remat cégcsoport) a riport értékeléseinek aktualizálást végeztük el 2012. december 31-i értéknapra vonatkozóan.
- Jelen értékelési riport a fent felsorolt társaságok közül a Murató Zrt. (későbbiekben Társaság) meghatározott tulajdonrészre vonatkozó piaci értéknek megállapítása céljából készült, ennek részeként a Murató Zrt. tartós befektetésének a Hidasváti Zrt.-nek az üzleti értékelése is megvalósult. A Megbízótól kapott információink alapján az értékelés célja a riportérték megállapítása.



- A jelen értékelésünket a későbbiekben részletesen ismertetett értékelési módszerekkel készítettük, a Murató Zrt. és a Hidasváti Zrt. az értékelés időpontjában ismert helyzetbe vételével. Az értékelés során a Murató Zrt. tartós befektetései között szereplő Hidasváti Zrt. valós piaci értékét határoztuk meg, majd a Murató Zrt. kötelezettségének valós értékének megállapítása és a Murató Zrt. teljes egészének valós piaci értékének megállapítása következett. Amennyiben az értékelés során figyelembe vett feltételrendszer megváltozik, az jelentősen befolyásolhatja az értékelésünk következtetéseit.

1.2 A valós piaci érték

- Az alábbiakban ismertetett értékelésünk eredményeképpen a Murató Zrt. "valós piaci értékét" határoztuk meg. A nemzetközi értékelési elveknek megfelelően a valós piaci érték annak az árnak a becslése, amelyen a vagyonelemek gazdát cserélhetnek egy eladási szándékát kinyilvánító eladó és egy vételi szándékát kinyilvánító vevő között úgy, hogy mindketten szabad akaratukból cselekednek és mindketten a jogügylet lebonyolításához szükséges mértékben ismerik az értékelés napja szerinti helyzetnek megfelelő és az adott ügyletre vonatkozó tényeket.
- A kijelölt vagyonelemekért fizetendő tényleges vételár az általunk megadott üzleti értéktől - az egyes tulajdonosok elképzeléseinek és az egyes vagyonelemek értékesítésére vonatkozó koncepcióknak megfelelően - mindkét irányban eltérhet.

1.3 Az értékelés érvényessége

- A jelen értékelés a 2012. december 31-ei ("az értékelés napja") időpontra vonatkoztatva, 2013. április 4. és 2013. április 16. között készült. Ennek megfelelően nem tartalmazza 2013. április 16. után bekövetkező változásokat. Az értékelés alapjául a vagyonelemek közül a Társaság felvilágosításokat, bizonylatokat, dokumentációkat rendelkezésünkre bocsátotta. A Társaság az általunk kért, az értékelésünkhöz szükséges érvényesnek, amennyiben az értékelésünk alapját képező feltételrendszer egyik elemében sem következik be materiális változás.
- Az általunk meghatározott érték az értékelés készítéséig tudomásunkra jutott tényeket, illetve ennek az időpontnak megfelelő feltételezéseket tartalmazza. A jelen dokumentum kizárólag a Megbízó döntéshozói számára a fentiekben megfogalmazott célra készült és ettől eltérő módon nem használható fel, továbbá nem tehető hozzáférhetővé a Megbízó felső vezetésén kívül harmadik személyek részére és nem hozható nyilvánosságra semmilyen formában sem. Amennyiben erre igény merülne fel a Megbízó részéről, ehhez a BDO Magyarország előzetes írásbeli hozzájárulása szükséges.

1.4 Felhasznált információk

- Az értékeléshez szükséges információkat a Társaságok székhelyén, papír alapon, illetve elektronikus formában rendelkezésre bocsátott anyagokból, dokumentumokból mentettük. Ennek megfelelően az értékelés során felhasználtuk:
 - a társaságok (Murató Zrt. és Hidasháti Zrt.) 2009-2011 évi éves beszámolói;
 - a társaságok 2012. december 31-re vonatkozó nem auditált főkönyvi kivonatát;
 - Hidasháti Zrt. középtávú üzleti terve;
 - a Hidasháti Zrt. ingatlanaira vonatkozó információk (térképek, alapterületi információk stb.);
 - az értékelés során fontosnak ítélt szerződéseket, megállapodásokat;
 - a társaságok vezetőjével, gazdasági vezetőjével folytatott interjúkon kapott információkat;
 - egyéb, a társaságok működésével kapcsolatos dokumentációkat.
- A DCF értékelés során kézhöz kaptuk a Hidasháti Zrt. középtávú üzleti tervét. Ez volt a DCF értékelés alapja. Az üzleti tervben szereplő számokat, feltételezéseket semmilyen szinten nem vizsgáltuk, annak megvalósulási kockázatát nem volt feladatunk elemezni.
- Jelentésünk elkészítése során a jelentésben szereplő ingatlanokra vonatkozó szakértői értékbecsléseket a BDO Magyarország Hotel és Ingatlan Szolgáltató Kft. készítette a BDO Magyarország alvállalkozójaként. Értékelésünk során a fenti alvállalkozóktól kapott értékelési jelentést használtuk fel input adatként az ingatlanok tekintetében.
- Az értékelés elvégzéséhez felhasználtunk még egyéb publikus forrásokból származó információkat és adatokat is. A fenti dokumentumok által tartalmazott információkat elemzésünkben, mint hiteles adatokat használtuk és úgy támaszkodtunk ezekre az adatokra, mint amelyek minden lényeges vonatkozásban teljesek és pontosak. A pénzügyi kimutatások összeállításáért és az információ szolgáltatásért a Társaságok vezetői, illetve képviselői tartoznak felelősséggel.

1.5 Apportértékelés során alkalmazott módszertan

- Az alábbi értékelés során arra vállalkozunk, hogy megállapítsuk a Murató Zrt. valós piaci értékét, 2012. december 31-ei fordulónapra vonatkozóan. Az értékelés elkészítése során felhasználtuk mindazon hazai és nemzetközi gyakorlatban ismert módszereket, melyek lehetővé teszik működő vállalatok értékének nagy biztonságú becslését. Az általunk megállapított értékek a Társaságok egészére, mint működő vállalkozásra vonatkoznak.
- Egy cég, illetve vállalati eszközök összességének valós piaci értékének meghatározásához három nemzetközileg elfogadott módszer áll rendelkezésre:
 1. A jövedelemtermelő képesség vizsgálatán alapuló módszerek a befektetett tőke megtérülési lehetőségait elemzik. Ezen módszerek a jövőben varhatóan képződő, szabad rendelkezésű pénzmennyiség jelenérték számításán alapulnak. A jelenérték az a jelenbeni egyösszegű pénzérték,

amelyet a befektetők egyenértékűnek tekintenek a vizsgált eszköz vagy vállalat által megtermelt, különböző jövőbeni időszakokban esedékes részletekből álló szabad pénzáramlással.

2. A tőkepiaci módszer az értéket összehasonlítható, üzletrészeket megtestesítő értékpapírok megtörtént adásvételekor kialakult árainak elemzésével becsli.
3. A nettó eszközalapú értékelés egy társaság értékét a gazdasági tevékenység folytatásához szükséges eszközök, vagy eszközcsoportok piaci értékének, valamint az ezeket terhelő kötelezettségek figyelembevételével becsli.

■ *A Murató Zrt. üzleti értékének meghatározását jelen értékelés során nettó eszköz értékelési módszerrel, míg leányvállalata a Hidasháti Zrt. üzleti értékét úgynevezett DCF módszerrel végeztük el.*

- A nettó eszközérték módszer a tulajdonosi tőke piaci értékét a Társaság tulajdonában levő eszközök piaci értékének, illetve a Társaság kötelezettségei értékének különbségeként határozza meg. A nettó eszköz érték meghatározásának alapja az adott társaság számviteli nyilvántartásaiban szereplő könyvszerinti érték, amit mind az eszközök, mind a kötelezettségek tekintetében az értékelés időpontjában megállapított piaci érték figyelembevételével korrigálunk. Ily módon egy olyan korrigált saját tőke-értéket kapunk, amely a vállalat értékét a tiszta könyvszerinti értéknél jóval hatékonyabban fejezi ki. A Murató Zrt. nettó eszközértékének meghatározásakor kiindulási adataink a Társaság által összeállított mérlegekből, és azokat alátámasztó főkönyvi kivonatokból származnak. Az egyes mérlegételeket vizsgálva a könyv szerinti értékekből kiindulva saját felmérés, illetve a Társaság vezetőitől kapott információk alapján meghatároztuk a piaci, illetve forgalmi értékeket. Az értékelés 2012. december 31-i időpontra vonatkoztatva, 2013. április 16-ig készült. Ezért az általunk meghatározott érték az értékelés elkészítésének időpontjáig tudomásunkra jutott tényeket, illetve ennek az időpontnak megfelelő feltételezéseket tartalmazza. Az egyes eszközcsoportok értékelése során alkalmazott módszertant a 2. fejezet részletesen tartalmazza.

- A Hidashát Zrt, azaz a leányvállalat értékelése során alkalmazott DCF módszer lényege, hogy egy vállalkozás tulajdonrészei, illetve az azokat megtestesítő értékpapírok értékének meghatározására a nemzetközi értékelési gyakorlatban az adott társaság által a jövőben termelt pénzáramlásokon alapuló módszerek használatra terjedt el (DCF). A társaság gazdálkodási-pénzügyi jellemzői és az adott társaság részvényárfolyama között kialakuló kapcsolat szorosságának vizsgálatát célzó kutatások a legmagasabb korrelációt a társaság részvényének árfolyama és az adott társaság jövőbeni cash flow-jának (a társaság által a jövőbeni időszakokban megtermelt, szabadon felhasználható pénzáramlásnak) prognosztizált alakulása között állapították meg. A tőkepiaci befektetőket döntéseikben csak a társaság várható jövőbeni pénzáramlásait befolyásoló események vezérik, a számviteli eredményre ható változásokat - melyet a tőkepiac az egy részvényre jutó adózott eredmény (EPS) változásával mér - a részvényárfolyamok alakulása csak annyiban tükrözi, amennyiben az a jövőben várható cash flow alakulást befolyásolja. Azt az eljárást, amelynek alapján a jövőbeni szabad pénzáramlás (több, különböző jövőbeni időszakokban esedékes szabad pénzbevételek) összesített jelenbeni értékét határozzuk meg, tőkésítésnek (diszkontálásnak) nevezzük. A DCF alapú üzletértékelés szerint a vállalat értékét a jövőbeli várható pénzáramlásoknak a vállalatba befektetők által elvárt (a befektetés kockázatosságának és futamidejének megfelelő) hozammal diszkontált értéke határozza meg. Az úgynevezett entitás DCF modell a vállalat pénzáramait két részre osztja: a tulajdonosok részére történő pénzáramlás (osztalékként is kifizethető szabad cash flow) jelenértéke a vállalat saját tőkéjének értéke, a hitelezők felé történő pénzáramlás jelenértéke pedig a vállalati adósság értéke.

- A vállalati saját tőke értéke kifejezhető, mint a vállalat üzleti tevékenysége értékének (mely a vállalat saját tőkéjébe és adósságaiba - pl. költségeibe - befektetők számára rendelkezésére álló érték), valamint a felvett hitelekkel kapcsolatos pénzkáramlások jelenértékének

különbsége, melyet még korrigálnunk kell a vállalat működéséhez nem kapcsolódó (a jövőbeli cash flow megteremtésében részt nem vevő) eszközök értékével.

▪ A vállalat által a jövőben generált azon pénzáramokat, melyek a vállalat működésének finanszírozói részére (tulajdonosok és hitelezők) rendelkezésre állnak, szabad cash flow-nak nevezzük. A vállalat üzleti tevékenységének eredményeként keletkező, a vállalat üzleti értékének megállapításakor kiindulópontként használt adott évi szabad cash flow kiszámítása a következőképpen történik:

- + az üzleti eredmény
 - - a hitelkamatok adópaíjs hatásával korrigált társasági adó
 - + a pénzkiadással nem járó elszámolt költségek (amortizáció)
 - - a tevékenység folytatása során a tárgyi eszközökbe és egyéb eszközökbe történt befektetések
 - + a működő tőke változás
 - = szabad cash flow
- A DCF alapú üzletértékelés során elkészített előrejelzéseket célszerű két részre bontani, egy expliciti módon előre jelzett időszakra és a társaság életének ezt követő részére (maradványérték-időszak).
- A részletes módszertani leírást a 2. számú fejezet tartalmazza.

1.6 A Murató Zrt. kijelölt részvénycsomagjának becsült apport értéke

▪ Az értékelés során a Murató Zrt. leánycégének a Hidasháti Zrt. becsült piaci értékét un. DCF módszerrel, majd ennek eredményét fölhasználva az anyacég Murató Zrt. becsült értékét nettó eszköz értékelés módszerrel készítettük el. Az értékelési jelentésben részletezett módszertan és feltételezések alapján a Murató Zrt. kijelölt részvénycsomagjának apport értéke 2012. 12. 31-én a következő:

Murató Zrt. - apport érték		2012. 12. 31.	
Legyett tőke		160 000	E HUF
Saját tőke - könyv szerinti		269 150	E HUF
BDO által becsült apport érték 2012. december 31-re - 100%-os részvénycsomag esetén		635 560	E HUF
Apportálandó részvénycsomag - %-ban		86,25	%
1 részvény névértéke		10 000	HUF/db
Apportálandó részvénycsomag (86,25%) névértéke		138 000	E HUF
Apportálandó részvénycsomag (86,25%) apport értéke		548 171	E HUF
1 apportálandó részvény értéke (többségi tulajdon esetén)		39 723	HUF/db

- Az értékelés során a jelenlegi jogszabályi környezetből, tulajdonosi struktúrából és a Murató Zrt. és a Hidasváti Zrt. belső szabályzati rendszeréből indultunk ki.
 - Szükségessnek tartjuk hangsúlyozni, hogy az általunk becsült piaci érték csak az értékelési riportban részletezett feltételezések és korlátozások mellett ad reális képet a Murató Zrt. valós üzleti értékéről.
2013. április 16.

H. H.

Huth Gabriella
ügyvezető

Boross Ákos

Boross Ákos
ügyvezető

Nagy Zsuzsanna

Nagyné Zagyva Zsuzsanna
könyvvizsgáló
kamarai szám 001288