



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

Független Szakértői Jelentés

A KZH INVEST Kft. valamint a KZBF INVEST Kft. apportértékére vonatkozóan

Tisztelt Igazgatóság!

A megbízás háttere

A Konzum PE Magántőkealap (továbbiakban „Konzum PE”, „Megbízó”) a KZH INVEST Kft. (továbbiakban „KZH”) és a KZBF INVEST Kft. (továbbiakban „KZBF”) társaságokban meglévő üzletrészeinek a KONZUM Nyrt.-be történő apportálását (továbbiakban „Tranzakció”) tervezi.

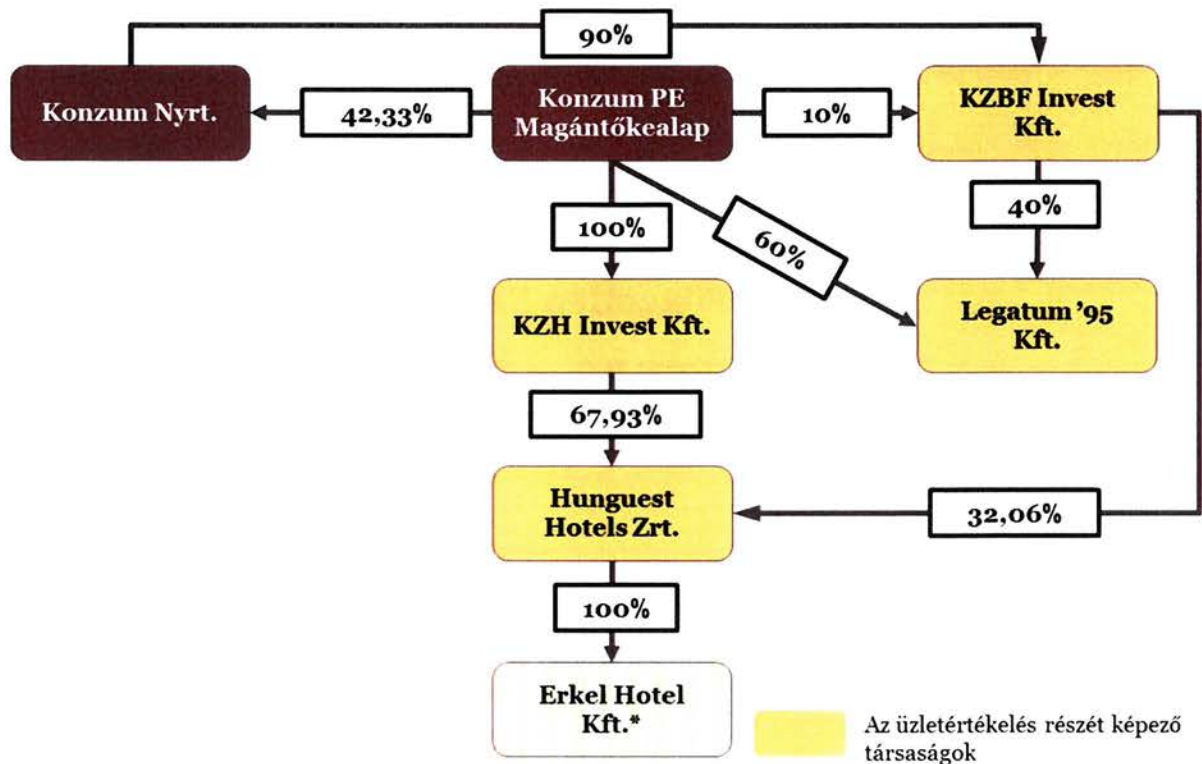
A Tranzakció kapcsán a KONZUM PE felkérte a PricewaterhouseCoopers Magyarország Kft-t (továbbiakban „PwC”) az apportálásra kerülő üzletrészek apportértékének meghatározására, és ezzel kapcsolatos független szakértői jelentés elkészítésére (továbbiakban „Szakértői Jelentés”).

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 KZH-ban és a KZBF-ben birtokolt üzletrészek értékelését. Az üzletrészek értékének megállapításához szükséges az ezen társaságok tulajdonában lévő részesedések piaci értékének meghatározása, ezért értékelésünk során megállapításra került a Hunguest Hotels Zrt. és a Legatum '95 Kft. üzletértéke is a tulajdonosi hányadoknak megfelelő arányban.

Az üzletértékelést tárgyát képező társaságok tulajdonosi háttere



* Az Erkel Hotel Kft. 2017.12.31. napjával beolvadt a Hunguest Hotels Zrt.-be.

A Szakértői Jelentés elkészítése során az alábbi főbb feladatokat végeztük el:

- a KONZUM PE KZH INVEST Kft.-ben meglévő 100%-os üzletrésze piaci értékének meghatározása,
- a KONZUM PE KZBF INVEST Kft.-ben meglévő 10%-os üzletrésze piaci értékének meghatározása,
- a fenti társaságok piaci értékének meghatározásához kapcsolódóan:
 - a Hunguest Hotels Zrt. (továbbiakban „HH”) üzletértékelése
 - a Legatum '95 Kft. (továbbiakban „Legatum”) üzletértékelése.

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 társaságok által rendelkezésünkre bocsátott információk, elsősorban a részünkre átadott gazdálkodási adatok, historikus időszakra vonatkozó információk, üzleti tervek és egyéb dokumentumok, valamint a Konzum PE-vel és az értékelt társaságok menedzsmentjével (továbbiakban „Menedzsment”) 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 társaságok bemutatása

A KZH INVEST Kft.

A KZH INVEST Kft.-t 2016 áprilisában a KONZUM Nyrt. alapította, jelenleg a társaság 100%-ban a Konzum PE Magántőkealap tulajdona. A társaság főtevékenysége a vagyonkezelés.

Az értékelési fordulónapra vonatkozóan a KZH INVEST Kft.-nek 67,932%-os tulajdoni részesedése van a Hunguest Hotels Zrt.-ben.

A KZBF INVEST Kft.

A KZBF INVEST Kft. 2015-ben alakult, jelenleg 10%-ban a Konzum PE Magántőkealap, 90%-ban a KONZUM Nyrt. a tulajdonosa. A KZBF – a KZH-hoz hasonlóan – vagyonkezeléssel foglalkozik.

Az értékelési fordulónapon a KZBF INVEST Kft. 32,059%-os részesedéssel rendelkezik a Hunguest Hotels Zrt.-ben és 40%-os üzletrésze van a Legatum '95 Kft.-ben.

A Hunguest Hotels Zrt. bemutatása

A Hunguest Hotels Zrt. Magyarország egyik legnagyobb, kizárólag magyar tulajdonban lévő szállodalánca. A társaság jelenleg tizenhét szállodát üzemeltet Magyarországon, hat franchise alapon működő szállodával rendelkezik, melyekből négy külföldön található.

Hunguest Hotels Zrt.

Saját tulajdon	Bérelt	Franchise
Hotel Aqua-Sol	Hotel Apollo	Hotel Fenyő
Hotel Béke	Hotel Bál	Hotel Forrás
Hotel Flóra	Hotel Lifestyle	Hotel Heiligenblut
Hotel Freya	Hotel Saliris Resort	Landhotel Post
Grandhotel Galya		Hotel Palota
Hotel Helios		Hotel Sun Resort
Hotel Millennium		
Hotel Panoráma		
Hotel Pelion		
Hotel Platánus		
Hotel Répce		
Hotel Répce Gold		
Hotel Erkel		

Az értékelés fordulónapján 1 271 munkavállalója volt. A szállodalánc összesen 2 788 szobát és 5 708 férőhelyet üzemeltet belföldön. A külföldi szállókat és külföldi franchise partnereket figyelembe véve 3 577 szoba és 7 307 férőhely tartozik a láncához.

A társaság szállodái gyógyhelyeken, üdülő- és hegyvidéki területeken, valamint kiemelt nagyvárosokban találhatóak. A Hunguest Hotels szállodák többsége 4 csillagos besorolású, de a minőségi szolgáltatások bővülését jelzi, hogy közülük több superior besorolással rendelkezik.

A Legatum '95 Kft. bemutatása

A Legatum '95 Kft.-nek 60%-ban a Konzum PE Magántőkealap, 40%-ban KZBF INVEST Kft. a tulajdonosa.

A társaság a Hunguest Hotels szállodacsoporthoz tartozó Hotel Apollo tulajdonosa. Jelenleg az 55 szobás szállodából 33 szobát a HH Zrt. üzemeltet, az üzemeltetés átengedéséért fejében a Legatum bérleti díjat kap. A maradék 22 szobát szintén a Hunguest Hotels Zrt. üzemelteti, de a szobák kiadásából származó bevétel a Legatumot illeti, melyért üzemeltetési díjat fizet a Hunguest Hotels Zrt.-nek.

Az Erkel Hotel Kft. bemutatása

Az Erkel Hotel Kft. 2017. december 31-ével beolvadt tulajdonosába, a Hunguest Hotels Zrt.-be. Ezen időpontig a társaság a Gyulán található, 4 csillagos Hotel Erkel tulajdonosa volt. A szállodát a Hunguest Hotels Zrt. üzemelteti.

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 vállalatával.

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 megfelelő módszertan kiválasztása az üzletértékelés részét képező társaságok mindegyikére, azaz a KZH, a KZBF, valamint a Hunguest Hotels Zrt. és a Legatum '95 Kft. esetében egyedileg, a tevékenység jellegének megfelelően került meghatározásra.

A rendelkezésre álló információk alapján a KZH illetve a KZBF alapvetően vagyonkezelési tevékenységet végez, önálló jövedelemtermelő tevékenységük nincsen. Ebből kifolyólag az üzletértékelés ezen két társaság esetében a nettó eszköz alapú értékelési módszertan szerint került elvégzésre, melynek során a társaságok becsült piaci saját tőke értékét az eszközök és kötelezettségek piaci értékre történő átértékelésével határozzuk meg. 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.

Azon társaságok esetében ugyanakkor, melyek üzleti értéke alapvetően a folyamatos működésből és jövedelemtermelésből származik – tehát a Hunguest Hotels Zrt. és a Legatum '95 Kft. esetében – a jövedelem alapú, ezen belül a diszkontált cash flow módszertan alapján végeztük el az értékelést. 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.

Az előzőek alapján az üzletértékelés az alábbi társaságok értékelésére terjed ki az alábbi módszerek alapján:

Társaság	Kiválasztott módszertan
KZH Invest Kft.	Nettó eszközalapú értékelés
KZBF Invest Kft.	Nettó eszközalapú értékelés
Hunguest Hotels Zrt.	Jövedelem alapú értékelés (DCF)
Legatum '95 Kft.	Jövedelem alapú értékelés (DCF)

A nettó eszköz alapú értékelés fő lépései:

- A társaság befektetett eszköz állományának értékelése;
- A társaság nettó működőtőke állományának értékelése;
- A társaság nettó adósságállományának értékelése;
- A fentiek figyelembe vételével, az eszközök piaci értékének és a kötelezettségek piaci értékének különbségként a nettó eszközérték meghatározása.

A jövedelem alapú értékelés fő lépései:

- A társaságok 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 társaságok a működésüket a tervek szerint folytatják, a megkezdett beruházásaikat befejezik, és a meglévő eszközeik mellett ezeket is – az üzleti tervekben meghatározott céllal, eredményességgel és hasznossággal – működtetni fogják.

A társaságok értékét befolyásoló főbb értékvezérlők bemutatása

Fő tevékenységüket tekintve mind a KZH, mind pedig a KZBF vagyonekezeléssel foglalkozik, önálló jövedelemtermelő tevékenységet nem végez. A KZH és KZBF mérlegében meghatározó vagyonelem a Hunguest Hotels Zrt.-ben illetve kisebb részben a Legatum-ban meglévő részesedésük értéke. Az értékelés során ezen vagyonelemek értékét a jövedelem alapú értékelés módszerével határoztuk meg, mely alapján jelentős pozitív értékcorrekció került megállapításra.

A HH és a Legatum jövedelem alapú értékelésének kiindulási alapját az érintett társaságok és szállodák 2018-2022. évekre vonatkozó üzleti tervei alkották, melyeket a 2014-2017. évi historikus adatok, összehasonlító adatok, valamint a piaci várakozások alapján szükség szerint felülvizsgáltunk.

A HH fő bevételi forrása az üzemeltetett szállodák értékesítési (szoba, vendéglátás, wellness és egyéb) bevételeiből származik. A bevételek 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, a historikus adatok és a piaci várakozások figyelembe vételével. A HH esetében az egyik legjelentősebb költségvetés a bérköltség, melyre vonatkozóan a Menedzsmenttől kapott információk alapján 2018. évre jelentős bérfejlesztés került betervezésre, a minimálbér emelkedésére, valamint az egyes szállodák esetében végrehajtandó differenciált bérfelzárkóztatásra tekintettel. Az eladott áruk beszerzési értéke, illetve az egyéb közvetlen anyagköltségek tekintetében az üzleti terv előrejelzéseit, valamint

a historikus adatokat vettük alapul, figyelembe véve, hogy az egyes változó költségek tételek a kapacitáskihasználtsággal arányosan módosulnak.

A Legatum fő bevételi forrásait az Apollo Hotel 22 szobájára vonatkozó üdülési jogok értékesítése, valamint a szálloda további 33 szobájának használatáért a HH által fizetett bérlet díj képezi. Tekintettel arra, hogy a hotel teljes üzemeltetési költségét a HH viseli a társaság egyetlen jelentős költségtétele a HH felé fizetendő üzemeltetési díj.

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 Jelentés 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 társaságok 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 teljeseek. Feltételeztük továbbá, hogy minden lényeges, az érintett társaságok 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 élünk, hogy ezen előrejelzések készítéséhez felhasznált információk ésszerűek és a Menedzsmentnek az érintett társaságok üzletmenetére vonatkozó legvalószínűbb előrejelzéseit és várakozásait tükrözik. Az üzleti érték becslésekor abból a feltételezésből indultunk ki, hogy a társaságok 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 értékelésbe bevont társaságok 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 KZH INVEST Kft. Konzum PE Magántőkealap tulajdonában álló 100%-os üzletrészenek becsült piaci értéke 14 831 248 ezer Ft a 2017. december 31-i értékelési fordulónapra vonatkozóan.

A KZBF INVEST Kft. Konzum PE Magántőkealap tulajdonában álló 10%-os üzletrészenek becsült piaci értéke az elvégzett értékelés alapján 1 333 645 ezer Ft.

A Hunguest Hotels Zrt. által tulajdonolt és üzemeltetett valamennyi szállodát tekintve a HH 100%-os saját tőkéjének becsült piaci értéke 51 359 690 ezer Ft 2017. december 31-i fordulónapra vonatkozóan.

A fentiekre tekintettel a Konzum PE Magántőkealap által a KONZUM Nyrt.-be apportálni kívánt üzletrészek együttes apportértéke 16 164 893 ezer Ft.

Amennyiben a tényleges tőkeemelés során kibocsátandó új részvények a KONZUM Nyrt. 2/2017 (XII.12.) számú Igazgatósági Határozatában meghatározott megfelelő kibocsátási értéken, azaz 3 141 Ft/részvény árfolyamon kerülnek kibocsátásra, úgy

- a KZH 100%-os üzletrész apport ellenértékeként kerekítve 4 721 824 db,
 - a KZBF 10%-os üzletrész apport ellenértékeként kerekítve 424 593 db,
- részvény kibocsátása mellett kerül egyensúlyba a tőkeemelés értéke az apport értékkel.

Budapest, 2018. február 13.

Tisztelettel:



Dr. Polacsek Csaba

Cégtárs

PricewaterhouseCoopers Magyarország Kft.