



SZAKÉRTŐI JELENTÉS

PROJEKT ÉRTÉKELÉS

SÍARÉNA KFT. ÁLTAL MEGVALÓSÍTANDÓ „ÓRIÁSCSÚSZDA PROJEKT”

értékének, piaci árának megállapítására
tárgyában

2021. november 16.

Készítette:
Grand Slam Vállalati Pénzügyek Kft.
2045 Törökbálint, Árpád utca 5/a.

Készült: 2. példányban

Tartalomjegyzék:

1	Fogalmak, Rövidítések	5
2	Megbízás	5
3	Az értékelő feladata	5
4	A vizsgálat módszere	5
5	Korlátozások	6
6	Az értékelés eredménye, értékdefiníció	7
6.1	Értékelés eredménye	7
6.2	Valós piaci érték	7
6.3	Becsült tranzakciós érték	7
6.4	Értékelési módszertan	7
7	A vizsgált projekt bemutatása	8
7.1	A projektet megvalósító, a projekttel sinergiákat felmutató Sáréna Kft. bemutatása	8
7.2	A csúszda projekt bemutatása	9
7.3	A csúszda projekt megvalósítási feltételei	10
7.3.1	Személyi tudás, tapasztalat	10
7.3.2	Területi tapasztalat	10
7.4	Kihasználtsági-, jegyár- és használati adatok	11
7.5	Sinergiák Sáréna már meglévő üzletágaival	12
7.6	A Sáréna és a tervezett projekthez köthető ingatlanok jogi státusza	12
7.7	Fő versenytársak – csúszdák Európában	13
8	Projekt értékelés	14
8.1	A Sáréna és a csúszda projekt kockázatelemzése	15
8.2	Hozamérték: Értékelés DFCF módszerrel (jövedelem alapú megközelítés)	17
8.2.1	Működési érték számolása DFCF módszerrel	17
	Scenáriók	17
	Feltételezések – base case	17
	Feltételezések – best case, worst case	20
	Diszkontráta meghatározása	21
	Mely időpontra történik a cash flow jelenértékre hozása (diszkontálása)	23
	Üzleti terv, szabad cash flow, diszkontált szabad cash flow	23
8.2.2	Működéshez nem szükséges eszközök és kötelezettségek	24
8.2.3	A működés melletti saját tőke érték meghatározása DFCF módszerrel	24
8.3	Értékelés Összehasonlító árak módszerével (piaci megközelítés)	25
8.3.1	Működési érték meghatározása – összehasonlító árakkal	26
8.3.2	Működésen kívüli eszközök, kötelezettségek	26
8.3.3	A működés melletti saját tőke érték meghatározása összehasonlító árak módszerrel	27

8.4	Vagyonértékelés	27
8.5	Szinergiák értéke	27
8.6	Az óriáscsúszda projekt effektív, legjobb hasznosítás melletti értéke a fenti módszerek alapján	27
9	Mellékletek	29
9.1	1. sz. melléklet: CAPM alkalmazási gyakorisága	30
9.2	2. sz. melléklet: Értékelési elméleti háttér	31
9.2.1	Értékelési alap módszerek	31
9.2.2	Közgazdasági alapelvek	32
9.2.3	A diszkontált szabad cash flow módszere (DFCF – discounted free cash flow)	33
9.2.4	Vagyonértékelés	36
9.2.5	Újraelőállítási érték	36
9.2.6	Összehasonlító árak értékelési módszerei	37
9.2.7	Opciós érték	37
9.2.8	Módosító tényezők	38
9.2.9	Szenáriók	38
9.2.10	Induló cégek/projektek értékelési specialitásai	38
9.2.11	Kisebbségi tulajdonrészek értékelése	38
9.2.12	Az értékelés eredménye	39
9.2.13	A pénzügyi vállalkozások értékelésének specialitásai	39
9.2.14	Know-how értékelése	40
9.2.15	IVS2020 irányelvek alkalmazása	40
9.3	3. sz. melléklet: DFCF számolási táblái	41

Kiegészítő információk a projektértékeléshez:

A jelen dokumentumban található információk bizalmasak, üzleti titok, illetve ügyvédi- és banktitok körébe tartozhatnak. Amennyiben Ön nem jogosult a dokumentum olvasására, nyomtatására, másolására, mentésére, tartalmának futtatására vagy bármilyen közlésére, vagy amennyiben tévedésből kapta, kérjük azonnal értesítse Grand Slam Vállalati Pénzügyek Kft.-t (2045 Törökbálint, Árpád utca 5/a, Tel: +36-70-3156292, info@vallalatipenzugyek.hu), illetve a dokumentum elektronikus és/vagy papír alapú változatait véglegesen semmisítse meg. Köszönjük!

Information contained in this document is confidential and may be legally privileged. If you are not the intended recipient, you are not authorized to read, print, copy, save, process or disclose this document. If you feel you have received it by mistake, please notify Grand Slam Vállalati Pénzügyek Kft. (2045 Törökbálint, Árpád utca 5/a, Tel: +36-70-3156292, info@vallalatipenzugyek.hu) immediately and delete irreversibly all the electronic and paper forms of this document and any copies you may possess. Thank you!

1 FOGALMAK, RÖVIDÍTÉSEK

E Szakértői véleményben az itt felsorolt fogalmak a következő tartalommal bírnak.

Szakértő	Megbízott igazságügyi szakértő
ENEFI	ENEFI Vagyonkezelő Nyrt. Cg.: 01 10 045428
Síaréna	Síaréna Kft. Cg. 19 09 508208
Ft	forint
MFt	millió forint
eFt	ezer forint
EV	Enterprise value – vállalati érték (jelenleg projekt teljes értéke), mely a részvényesek és idegen forrást biztosítók együttes értéke
Equity	Részvények értéke
EBITDA	Üzemi tevékenység eredménye + amortizáció
Sales	Nettó árbevétel
CAPEX	Tárgyi eszköz beruházás
IVS	International Valuation Standards (Nemzetközi Értékelési Irányelvek)
ÖK	Önkormányzat

2 MEGBÍZÁS

Megbízó Megbízási Szerződésben megbízta Megbízottat, a SÍARÉNA Kft. (továbbiakban: SÍARÉNA) által **megvalósítandó csúszda projekt értékének meghatározására, a kivitelezés tervezett kezdő időpontjára.**

Az értékelés üzleti célja: a Síaréna Kft. életében fellépő jelentős üzleti terv változás, ami indokolja az üzleti terv értékelését is.

3 AZ ÉRTÉKELŐ FELADATA

A szakértő feladata az SÍARÉNA által **megvalósítandó csúszda projekt értékének** megállapítása a kivitelezés kezdő időpontjára, projekt értékelés készítése magyar nyelven.

4 A VIZSGÁLAT MÓDSZERE

A Megbízó által rendelkezésre bocsátott iratok áttanulmányozása során a szakmai tapasztalatom felhasználásával, szükség esetén külső és ellenőrizhető források alkalmazásával kellett kialakítani véleményemet a megbízás tárgyában meghatározott kérdések tekintetében.

5 KORLÁTOZÁSOK

- a) Az értékelés által meghatározott érték minden esetben egy indikatív üzleti érték. A konkrét vételár a mindenkori adás-vétel tényleges pillanatnyi feltételeitől, az eladói és vevői szándék mértékétől, a kereslet-kínálat körülményeitől, az eladó rugalmasságától, a vevői kockázatvállalási hajlandóságától, az egyéb vevői megítéléseken és további tényezőkön is múlik, így jelen dokumentumban meghatározott üzletrész érték felek között alku kiindulási értékeként funkcionál, amelynek bázisán felek, mint független szakmai érteken folytathatták le áralkujukat.
- b) Grand Slam Kft. (továbbiakban Grand Slam) a jelen cégértékelést az ENEFI megbízásából végezte el a Megbízó által szolgáltatott írásos információk és egyéb dokumentumok alapján, melyek hitelességéért a Megbízó felelős vezetése felel.
- c) Grand Slam Kft-nek nem kompetenciája piackutatások végzése, így az értékelés piaci jellegű (volumen és árazási változások) input adatainak esetében a menedzsmenttől kapott becsléseket fogadta el.
- d) Ugyanígy Grand Slam Kft. műszaki kompetenciával sem rendelkezik, nem tudja megítélni, hogy a beruházási összeg reális-e, szintén a menedzsmenttől kapott becsléseket fogadta el. Az értékelést kisebb mértékben befolyásoló átlagos amortizációs kulcs esetében is.
- e) Akkor teljes értékű az értékelés, ha a c és d pontokban írt kompetenciák hiánya miatti nem ellenőrzött input adatok szakértő(k) bevonásával validálásra kerül.

6 AZ ÉRTÉKELÉS EREDMÉNYE, ÉRTÉKDEFINÍCIÓ

6.1 Értékelés eredménye

Az Síaréna Kft. által megvalósításra kerülő projekt értékének, valós piaci értékének meghatározása az 2. pontban nevezett dátumra.

6.2 Valós piaci érték

Az értékelés célja szerinti valós piaci értéket a következőképpen lehet definiálni:

A valós piaci érték azt az árat jelenti, amely összegért egy vagyontárgyban (mely vagyontárgy immateriális is lehet) való érdekeltség méltányosan, magánjogi szerződés keretében és az értékelés időpontjában várhatóan eladható, feltételezve a következőket:

- az eladó hajlandó az eladásra és nem áll kényszer alatt,
- a vevő hajlandó a vételre és nem áll kényszer alatt,
- a vevő és az eladó független felek,
- a vevő és az eladó a megfelelő információk birtokában van,
- az adásvételi tárgyalások lebonyolításához, figyelembe véve a vagyontárgy jellegét és a piaci helyzetet, ésszerű hosszúságú időtartam áll rendelkezésre,
- a tárgyalás időszakában az érték nem változik,
- a vagyontárgy szabadon kerül piacra, meghirdetése megfelelő nyilvánossággal történik,
- átlagostól eltérő, speciális vevői különajánlat figyelembevételére nem kerül sor.

6.3 Becsült tranzakciós érték

A becsült tranzakciós érték az a becsült összeg, amely ellenében egy eszköz az értékelés fordulónapján gazdát cserélne két konkrét, szándékkal rendelkező, információk birtokában levő szereplő között.

A becsült tranzakciós érték ennek megfelelően abban különbözik a piaci értéktől, hogy figyelembe veszi a konkrét eladó és konkrét vevő által a tranzakcióval elérhető előnyöket és hátrányokat, példának okáért a szinergiák értékét.

6.4 Értékelési módszertan

A nagyobb terjedelemre tekintettel a módszertan 2.sz. mellékletünkben található meg.

7 A VIZSGÁLT PROJEKT BEMUTATÁSA

7.1 A projektet megvalósító, a projekttel szinergiákat felmutató Sáréna Kft. bemutatása

A Sáréna Kft. RFV Sípálya Kereskedelmi és Szolgáltató Kft. néven 2005.04.15-én alapult.

A bejegyzett főtevékenysége: 9311'08 Sportlétesítmény működtetése

A cég esetében két fő üzletágat lehet megkülönböztetni:

- Tél: sísülés és kapcsolódó szolgáltatások, melyen belül megkülönböztethető:
 - sísjegy eladás
 - vendéglátás
 - síoktatás
 - síkölcsönzés
- Nyár: libegőzés és kapcsolódó szolgáltatások, melyen belül megkülönböztethető:
 - libegősjegy eladás
 - vendéglátás

A fentiekhez kapcsolódnak a nagyobb cégeknek rendezett események és reklámbevételek, melyeket külön tart számon a társaság.

Látogatószám az elmúlt években

	Első félév	Első és második félév
2018.	44 306	78 201
2019.	40 850	79 385
2020.	35 850	61 102
2021.	63 427	n.a.

„A folyamatos fejlesztések, beruházások révén az eplényi Sáréna Magyarország legnagyobb és legmodernebb sís központja. Több, mint 7 kilométer sípálya található Eplényben, melyek jelentős része (4 km) kék jelölésű szakaszokból áll. A kék pályák sötétedés után is használhatók a pályavilágításnak köszönhetően. A pályák hóbiztosságáról a hógyártó rendszer gondoskodik. Nagy teljesítményű szivattyúk szállítják az összesen több, mint 17 000 köbméter befogadó képességű víztározók vizét a sípályákra, ahol a Sáréna 51 hóagyúja ezt hóvá alakítja. A rendszer teljes hógyártó teljesítménye 600 köbméter/óra. Ez megközelítőleg annyi, mint az összes többi Magyarországon üzemelő sípályáé együttvéve. Ez az óriási hógyártó teljesítmény teszi lehetővé az átlagosan 90-100 napos síszezont. A Sárénában két ülőlift, három csákányos felvonó és három oktatólift gondoskodik a síelők felszállításáról. Az éhes és szomjas vendégeket összesen hat helyen szolgáljuk ki, ezek között van étterem, pizzéria, kemencés büfé és panoráma bár is. A téli vendégforgalom a szezonok hosszától függően, valahol 40 és 60 ezer fő között alakul. Ez a regisztrált jegyváltók száma, amely nem tartalmazza a jelentős számú kísérői létszámot. Az oktatás és a kölcsönzés egy dinamikusan fejlődő üzletág. Ennek az a magyarázata, hogy az emelkedő életszínvonal mellett egyre többen engedhetik meg maguknak a síelést, tehát a piac nő. Ezt elősegítendő a már két éve futó „tanulj meg síelni” kampányunkat télen és nyáron futtatjuk a médiában. Terveink szerint tovább fejlesztjük az oktatásra rendelkezésre álló kapacitást (felvonó, terület, bérelhető eszközök), így ezzel a manőverrel még jobban ki lehet kapacitálni a hétköznapiakat. A létesítmény négy évszakosan üzemel. Általában a síszezon záró hétvégéje a libegő szezon

kezdete, amely egészen novemberig tart, biztosítva az egész éves működést. A libegőt látogató turisták száma évről évre nagy mértékben növekedik. Függetlenül a négy évszakos működéstől, alapvetően a főszezon a december, január, február hónapokból és a március első feléből állhat (időjárás függően). A főszezon négy évszakra történő kiterjesztésén dolgozik a Társaság. A tervek szerint a tavaszi, nyári, őszi időszakra olyan attrakciót kell létrehozni, ami akár 200-250 ezer embert vonzhat a síszezonon kívüli időszakban. Az egész éves működés serkentő hatással van az alkalmazotti létszámra is. Minél nagyobb az állandó személyzet, annál stabilabb a folyamatok működése. A dinamikus fejlődés és a nagy publicitás révén évről évre bővül támogatóink köre. A sícentrum névadó szponzora az Intersport Magyarország. Egy másik immáron hét éves múltra visszatekintő együttműködés a Porsche Hungária és azon belül az Audi szponzoráció. A két legfontosabb támogató mellett még kisebbek is évek óta jelen vannak mint pl.: Dreher, Monster, Síelők.hu, Festina, Oakley.... A sípálya rendszerint ad helyszínt nagyszabású eseményeknek, mint pl: Spartan Race, Downhill országos bajnokság, World Snow Day.... A rendezvények és a különlegességnek számító hógyártó tevékenység miatt rendkívül jelentős jelenlétünk van az országos médiákban.” (Forrás: ENEFI 2021. első féléves jelentése)

7.2 A csúszda projekt bemutatása

- A berendezés egy úgynevezett száraz-nedves csúszda lesz. Ez azt jelenti, hogy nem úgy fognak benne lecsúszni a vendégek, mint egy vízparkban. Itt nem szabadtestes csúszásról beszélünk, egy gumifánkon (hajón) haladva mennek majd végig a csúszdán. Ezáltal a nyári kánikulában frissítő élményben lesz részük az utasoknak, mégsem lesznek érdemben vizesek. A hűvösebb időben pedig rendelkezésükre bocsátanak bérelhető, egész testes esőruházatot, amely szárazon tarja őket lecsúszásukkor.
- A már kialakított infrastruktúrára támaszkodik (libegő, hóágyú rendszer csővezetéke és szivattyúi),
- Mindemellett egyedülálló, hiszen hegyoldalba nem szoktak vízcúszdát építeni, mely lehetővé fogja tenni, hogy
- Európa, sőt a világ leghosszabb vízcúszdája legyen.
- Emiatt nagy számú külföldi látogatóval lehet számolni, a marketing koncepció nemzetközi lesz.
- A csúszdát a libegővel kombinálva terveik üzemeltetni, amelynek kellően nagy a kapacitása ahhoz, hogy a csúszda vendégeit és a libegő vendégeit is felszállítsa a hegyre. A csúszda működtetéséhez szükséges víz szállítására sem kell komplett új rendszert felépíteni, csupán egy puffertárolóval és egy víztisztítóval kerül kiegészítésre a hóágyús hálózat, melynek szivattyúi biztosítják majd a kellő mennyiséget. A völgybe megérkezve egy kifékező medencében csobbannak a látogatók, ahonnan a csúszó fánkokat a kollegák visszagyűjtik és a libegővel a hegytetőre szállítják. A csúszás élménye és a kapacitás érdekében legalább kétszemélyes fánkokkal számolnak.
- A projekt előnyei:
 - Világ leghosszabb vízcúszdája
 - Nincs a beszállóponthoz jutásnak fizikai (lépcsőn gyaloglás) feltétele
 - Közel 5 perces csúszás, ami számos élményelemmel tarkított
 - Csodálatos élmény a libegővel
 - A Bakony csodálatos erdei élménye
 - Már meglévő infrastruktúra (pl. 6 darab vendéglátó egység, parkoló, gyerekjátéktér, stb.)

- Számos felépítmény szinergiája (libegő, vízhálózat, infrastruktúra, bejáratott síszezon látogatói bázis stb.)

7.3 A csúszda projekt megvalósítási feltételei

7.3.1 Személyi tudás, tapasztalat

A Sáréna vezetője Soós Csaba és az irányítása alatt álló vezető és szolgáltató munkatársak számos beruházást valósítottak meg Eplényben:

- Egy 700 méteres és egy 1000 méteres libegő megtervezése, kivitelezése
- Számos a területen végrehajtott kiszolgáló egység hatékony tervezése és kivitelezése, épületek, csörlők, területrendezések
- A beruházások folyamatos felügyelete
- A létesítmények üzemeltetése, karbantartása, vizsgálata, ellenőrzése stb.

A Sáréna Kft., téli üzemeltetéséhez kapcsolódó berendezések, felépítmények sikeres, hosszú évek óta tartó működtetése, felügyelete, karbantartása.

A beruházások kivitelezésének és fenntartásának sikere vezetett ahhoz, hogy a Sáréna Kft. legyen a legnagyobb magyarországi sípálya üzemeltető.

7.3.2 Területi tapasztalat

A Sáréna vezetése ismeri a területet, annak földrajzi, gazdasági adottságait, miután évtizedes tapasztalatot szereztek a sípálya üzemeltetés területén és jelentős ismeretekkel bírnak az offszezon látogatói igényeivel kapcsolatban. Kiemelve, nem mindent részletezve:

- Látogatói szokások
- Humánerőforrás
- Beruházás kivitelezési kapacitások
- A veszprémi régió ismerete
- Kapcsolatok az önkormányzattal, a helyi parlamenti képvisellel, a honvédséggel és az erdészeti szereplővel

7.4 Kihasználtsági-, jegyár- és használati adatok

- A csúszda áprilistól októberig, különböző számú napokon lesz nyitva, ahol az egyes napokon belül is különböző napi óraszámokban lesz látogatható az attrakció. A főszezonban, nyáron minden nap nyitva lesz, azonban áprilisban és októberben csak 13, illetve 6 napot. **A kapacitás kihasználtság számításakor kizárólag ezeknek, az üzemeltetett napoknak a maximális kapacitásaihoz viszonyítunk, fontos kiemelni tehát, hogy olyan értelemben a 100%-os kapacitás kihasználtság sem 100%-os kapacitás kihasználtság, hogy a napok száma, vagy a nyitva tartott órák száma esetlegesen bővíthető.** A különböző szezonokban és hónapokban az alábbi nyitva tartással számolnak:

	Április	Május	Június 1-15	Június 16-30	Július	Aug. 1-20	Aug. 21-31	Szept.	Október
Szezon típusa	Low	Mid	Mid	High	High	High	Mid	Mid	Low
Nap / hét	3	5	6	7	7	7	6	5	3
Összes nap	13	23	12	15	31	20	10	23	6
Óra/nap	8	10	10	12	12	11	10	8	5
Összes óra	104	230	120	180	372	220	100	184	30

- Lehetőség lesz egyedül, vagy párban csúszni. A nemzetközi tapasztalatok alapján azzal számol a terv, hogy átlagosan egy csúszás esetében 1,75 ember csúszik. (Egyszemélyes csúszás 25%, kétszemélyes 75%)
- A jegyárak kalkulációjakor megkülönböztetésre került a csúszások száma, illetve az, hogy egy, vagy kétszemélyes jegyet vásárolnak meg az alábbiak szerint. A több csúszás, illetve a több személy alacsonyabb csúszási egységárat biztosít a látogatóknak.

Jegytípus	Egyszemélyes		Kétszemélyes		
	Csúszda jegyár Bruttó	Jegyár/csúszás	Csúszda jegyár Bruttó	Jegyár/csúszás	Jegyár/csúszás/fő
1 csúszás	3 000	3 000	5 000	5 000	2 500
3 csúszás	8 500	2 833	12 500	4 167	2 083
5 csúszás	13 000	2 600	20 000	4 000	2 000
10 csúszás	25 000	2 500	38 000	3 800	1 900

- 20 másodpercenként indul egy hajó, ez elégséges a megtett úton kalkulált behozhatatlan előnyhöz (előző hajó utolérésének lehetetlensége), valamint a csobbanó medence elhagyására. A 20 másodperces átlag tartalmazza azt is, hogy éves szinten minimális óraszámokban leállások/meghibásodások is előfordulhatnak, mely nélkül 12 másodperc körül is indíthatnának.
- A csúszda projekthez kapcsolódóan felvonó jegyek eladásával és vendéglátási bevétellel is lehet számolni. A csúszáshoz kapcsolódó, a visszajutást segítő felvonójegyek esetében is a több használat egyidejű megvétele, alacsonyabb egységárat jelent. 1-3-5-10-es csomagok lesznek vehetők rendre bruttó 2.700, 5.000, 7.500 és 11.000 Ft-os áron. Vezetői becslés – mely a Sírarena tapasztalatain és nemzetközi információkon alapul - szerint a

egy és a tíz csúszásos bérletek a ritkábbak - 10% és 20%-os felhasználási aránnyal, a hármas és ötös bérletek a gyakoribbak 30%- és 40%-os aránnyal.

7.5 Szinergiák Síaréna már meglévő üzletágaival

Az értékelésre kerülő üzemeltetési kiadás-bevétel a vezetőség saját tapasztalatára hagyatkozik, annak megalapozottsága a téli sípálya-üzemeltetés hosszú éveinek tapasztalatából táplálkozik és az off szezon csúszda nélküli statisztikáira hagyatkozik. Nincs az értékelésben sem becsülve, sem kidolgozva az a többlet megtérülési potenciál, ami a vizicsúszda létesítéséből következő, az alpműködésre várható többlet pozitív hatások összessége, mint például a PR és marketing érték, a Síszezon, vagy kirándulászezon erősebb teljesítménye.

7.6 A Síaréna és a tervezett projekthez köthető ingatlanok jogi státusza

A használt ingatlan jogviszonya:

A területet Eplény Önkormányzat (továbbiakban ÖK) Honvédelmi Minisztériumtól (továbbiakban: HM) bérlő, melyet albérletbe adhat és ad Síaréna-nak.

HM-Eplény ÖK bérleti szerződés

- 2006.06.21. – 25 éves határozott szerződés (-> 2031)
- 2019.04.10. – módosítás a terület túlhasználat miatt
- Új díj: 2018.06.01-től
- Amik lesznek:
 - új parkoló
 - terepkerékpáros pálya
 - játszótér
 - új mobil vendéglátóhely
 - új mobil kölcsönző
 - új mobilházak pályaszálláshoz
 - hóágyúrendszer bővítése
- 2018.06.01-től 700eFt/év+áfa (jelenleg tárgyi adómentes)
- 2 havi díj óvadékba
- Díj inflációval növelt – először 2019.01.01-től
- Út, tavak, erőhasználatért Verga Zrt-nek fizet, külön szerződés alapján
- Másnak albérlete adni csak a bérbeadó HM engedélyével lehet
- Ha HM bérleti díjnál többért hasznosítja tovább önkormányzat, a különbözetet ki kell fizetnie.

Albérleti szerződés: ÖK-EPLÉNY - Síaréna

- Díj 8.800.000 Ft/síidény
- Mobil eszközöket a bérleti szakasz végén bérlőnek saját költségen el kell szállítani és a területet természeti állapotának megfelelően visszaállítani. Ha természeti állapot nem visszaállítható, az azon található eszköz bérbeadóé
- 2031. május 31-ig tart
- Csak súlyos szerződésszegés esetén mondható fel

- Szerződés lejárta után a Főbérlet elővásárlási jog illeti meg az eszközökre, könyv szerinti értéken. Kivéve a vízi közműveket, melyet térítésmentesen kell átadni Főbérletnek.
- „Albérlet tudomással bír arról, amennyiben a Főbérlet és a Honvédelmi Minisztériummal megkötött megállapodás a 25 év lejárta előtt nem kerülne meghosszabbításra, úgy az eredeti állapot helyreállítási költségei Albérletet terhelik.
- Ha Albérlet hibájából mondják fel a HM és Főbérlet közötti szerződést, úgy a kieső bevétel ötszörösét kell Főbérlet részére megtérítenie Albérletnek.

A szerződések jogi kockázatainak megítélése nem tőkepiaci szakértői kompetencia.

7.7 Fő versenytársak – csúszdák Európában

Sem Európában, sem a világban ilyen hosszúságú vízi csúszda nem található.

8 PROJEKT ÉRTÉKELÉS

Az alábbiakban az elméleti részben bemutatott metodikák alapján számoljuk ki a projekt saját tőkéjének értékét.

Egy eszközcsoport értékét tehát három fő módszerrel lehet megállapítani:

- hozamérték (diszkontált cash flow módszer) /IVS income approach (jövedelem alapú megközelítés)/
- összehasonlító árak módszere /IVS market approach (piaci megközelítés)/
- vagyonértékelés /IVS Liquidation value (likvidációs érték) v cost approach (költség alapú megközelítés egyik esete/

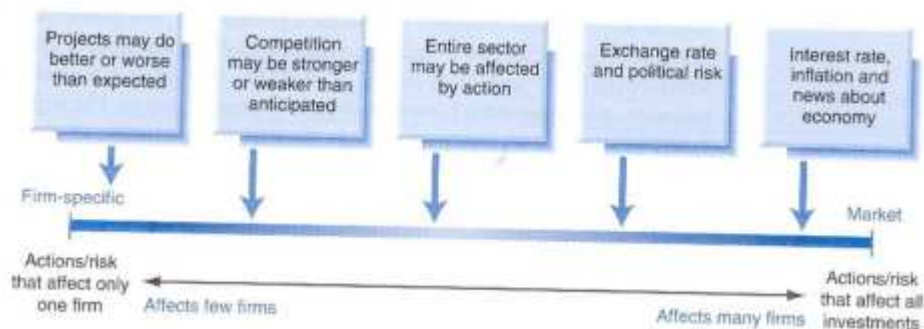
Cost approach (költség alapú megközelítés) bár az IVS-ben nevesített, a likvidációs érték meghatározásán túl ritkábban használt módszer, kevésé releváns a piaci érték meghatározásakor, leginkább speciális helyzetekben használandó.

Minden esetben megvizsgálásra kerül, hogy mely értékelési megközelítés alkalmazható, és lehetőség szerint több megközelítést alkalmaz szakértő (IVS 105, 10.3-10.4.).

Több értékelési megközelítés alkalmazása esetén, amennyiben a különböző megközelítések jelentősen eltérő eredményt adnak, minden esetben meg kell vizsgálni az eltérés okát, és annak megfelelően juthat értékelő konklúzióra az érték tekintetében (IVS 105, 10.6.).

A piaci érték az eszköz elérhető legjobb hasznosítását feltételezi (IVS 104, 30.4). Az elérhető legjobb hasznosítás az eszköz olyan módon történő hasznosítását feltételezi, amely maximálisan kihasználja az eszközben rejlő potenciált, fizikailag lehetséges, jogi korlátokba nem ütközik, és pénzügyileg megvalósítható. Az elérhető legjobb hasznosítás nem feltétlenül egyezik meg az eszköz jelenlegi hasznosításával. (Induló projektek esetében az a terv, amit megvalósítanak – logikailag - a menedzsment szerinti legjobb hasznosítás.)

8.1 A Síréra és a csúszda projekt kockázatelemzése

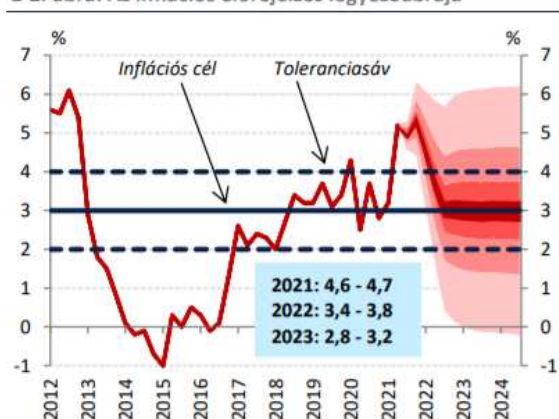


A cég kockázatelemzését a fenti Damodaran¹ ábra alapján végezzük el:

Piaci kockázatok: kamat, infláció, gazdasági helyzet egyéb paramétereitől függőség

Infláció:

1-2. ábra: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján.

Forrás: KSH, MNB

Forrás: MNB Inflációs jelentés 2021. szeptember

2021-ben nőtt az infláció, 2022-re is ez a magasabb szint várható, 2023-tól azonban ismét 3% körüli inflációt vár az MNB.

A cég esetében nem látunk jelentős inflációs kockázatot, az árak emelkedése a vevőkre áterhelhető.

Kamat: tekintve, hogy a (tervezett) hitelállomány várhatóan fix kamatozású lesz, így kamatkockázat nem várható.

A sport és szabadidős tevékenységek egyéb gazdasági kockázatai: nem látunk ilyeneket.

Árfolyamkockázat és politikai kockázat

Árfolyamkockázat: a cégnél gyakorlatilag nincs árfolyamkockázat, költségek és bevételek is dominánsan forintban denomináltak. (a nyersanyagok kockázatát alább elemezzük)

¹ Awath Damodaran: Corporate Finance Theory and Practice – John Wiley & Sons, Inc. 2001 155.o.

Politikai kockázat: nem látunk e céget érintő politikai kockázatot. A bérleti szerződés az önkormányzattal 2023.05.31-ig él, szerepel benne az eszközök visszavételi opciója, amennyiben nem hosszabbítanak meg. Tekintve, hogy Magyarország jogállam, nem látunk arra kockázatot, hogy az önkormányzat ne teljesítené kötelezettségeit, vagy jogszerűtlenül idő előtt felmondaná a szerződést.

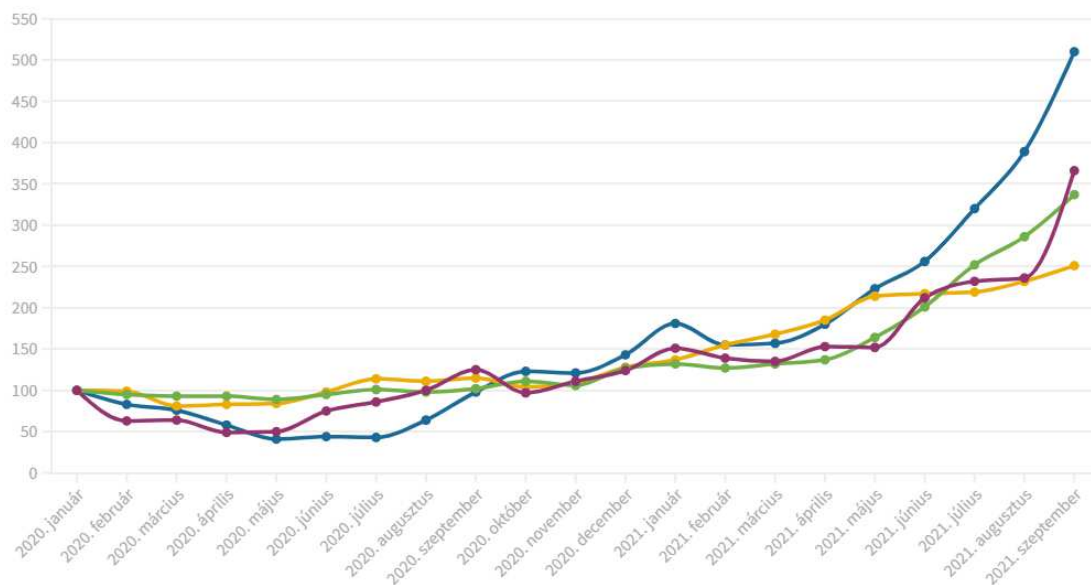
Nyersanyagok árának kockázata: a projektnél az áramdíj és a vízdíj jelentősebb: az értékcsökkentésen kívüli ráfordítások 15%-a, illetve 2%-a.

2021-ben az egyes energiapiaci termékek ára jelentősen megugrott. Amennyiben ez a tendencia folytatódna, a projekt jövedelmezősége csökkenne.

Energiapiaci árváltozások

Százalékban, 2020. január = 100%

■ Holland tőzsdei gázár (TTF) ■ Szén-dioxid-kvóta ■ Szén ■ Áram



Forrás: REKK

A Flourish chart

Forrás: <https://g7.hu/kozelet/20211018/lasjuk-az-energiat-a-valsagban/>

Az árak ugrásszerű emelkedése mögötti okok: „Az okok között többek között az európai gáztárolók alacsony töltöttsége, az európai gázellátási problémák, a koronavírus-járvány utáni kereslet növekedése, illetve az áll, hogy a 2050-es klímasemlegesség elérése miatt számos ország igyekszik visszavágni a szén-, olaj- és gáztermeléssel kapcsolatos befektetéseket és finanszírozást. A helyzetet tovább ronthat, ha a tél a szokásosnál hidegebb lesz, mert akkor a földgázkészletek még jobban megcsappanhatnak, ez pedig az alternatívák, például a szén árát is még magasabbra tolhatja. A helyzetre világszerte reagálnak a vállalatok, több iparágban a termelés visszafogásával, leállításával válaszoltak.” (Forrás: <https://www.portfolio.hu/uzlet/20210928/durva-energiavalsag-alakul-elszallt-az-aram-a-foldgaz-es-a-szen-ara-502646>)

Szektorális kockázat

A vízicsúszda esetében nem látunk specifikus, szektorális kockázatokat. Esetlegesen a balesetekből eredő kockázatok említhetők meg, mely kockázatot a menedzsment megfelelően kidolgozott projekt és technikai tervvel tud csökkenteni, kiküszöbölni.

Versenyhelyzet változása

Az óriáscsúszda Magyarország egyetlen ilyen volumenű csúszdája lesz, sőt a világon is a leghosszabb lesz. Tehát Nyugat-Magyarországon, sőt regionálisan is monopólium lesz.

A nagy kezdeti tőkeigény – melyet a Síaréna esetében már meglévő egyes infrastruktúrák csökkentenek is - miatt nem könnyű a piacra lépni.

Összességében nem várható, hogy Magyarországon és Európában pár éven belül hasonlóan hosszú vízicsúszda valósulna meg.

A cég belső kockázatai

A kis méretű társaságokat egyfelől – pusztán a kisebb méret miatt is – kockázatosabbnak tart a piac. Erre vannak elméletek és statisztikák, illetve vannak olyan elemzések, melyek ezt cáfolják. Jelen társaság esetében a tulajdonos egy tőkeerős tőzsdei cég, amin keresztül a leányvállalatának esetlegesen meglévő ezirányú kockázata csökken.

8.2 Hozamérték: Értékelés DFCF módszerrel (jövedelem alapú megközelítés)

Tekintve, hogy egy induló projektről nagy növekedési potenciállal van szó, nehéz lenne kiválasztani azt a tervezett jövőbeli évet, amire vetítve alkalmazhatnánk a mutatószámokhoz kötött szorzókat. Ezzel ellentétben a menedzsment rendelkezik üzleti tervvel, ami alapján hozamszámítást el lehet végezni, így szakmai megítélésünk szerint a működési érték meghatározására a DFCF módszer a leginkább megfelelő.

8.2.1 Működési érték számolása DFCF módszerrel

Szenáriók

Három scenárióban vázoltuk fel a lehetséges jövőt.

- best case (legjobb eset)
- base case (alapeset)
- worst case (legrosszabb eset)

Feltételezések – base case

- A 7.4. pontban mutattuk be, hogy a csúszda mely hónapokban összesen hány órát fog üzemelni és mennyi lesz a bruttó jegyár. (Számításainkban nettó árakkal - a bruttó1,27-ed részével - számoltunk.)
- A bevételek négy elemből állnak: csúszda bevétele, felvonó bevétele, vendéglátás, szponzori díjak.

- Szponzori és reklám típusú bevételeket a kezdő évben 50 millió Ft-ra, utána következő években az inflációnál mérsékelten magasabb 5%-os ár-, illetve a csúszda projekt volumen növekedésével együttesen növelve kalkuláljuk, mivel a szponzori bevételek függenek a látogatottságtól.
- Nettó vendéglátás bevétel 2500 Ft/ fő 2023-ban, melyet a későbbi években a menedzsment 5%-os árindex-vel növelte.
- A libegő árbevétel kalkulálása azon alapul, hogy a csúszdát a várakozásaink szerint hányan veszik igénybe a libegő nettó átlag jegyárával besorozva. (A csúszdát használók libegő árai a csak libegőt használók árainál alacsonyabbak.)
- A csúszda kapacitáskihasználtsága – a nyitvatartási időszakon belül - az első évben:

	Április	Május	Június 1-15	Június 16-30	Július	Aug. 1-20	Aug. 21-31	Szept.	Október
Base-case	25%	35%	50%	65%	70%	70%	50%	35%	20%

- 2024-től a kapacitás kihasználtság rendre 7%, 4%, 3% és 2% éves kapacitással nőnek az egyes években.
- Egyéb bevételekkel nem számolunk – **bár pályázati forrás nagy valószínűséggel igénybe vehető.**
- Egyéb ráfordításként összesen a nettó árbevétel 2,1%-át számoltuk, mely az alábbi adónemekből tevődik össze: iparüzési adó, turizmusfejlesztési hozzájárulási adó, építményadó, gépjárműadó. A 2,1% a Síaréna 2020. első negyedévi aránya. (2020. későbbi periódusa a covid kedvezmények miatt nem reális.) Amennyiben újabb iparüzési-, vagy egyéb adó kedvezmények bevezetésre kerülnének, az a tervekhez képest megtakarítást jelentene.
- Fő költség elemek: személyi jellegű ráfordítások, áram díj, vízdíj, anyagköltségek, adók, értékcsökkenés, hitelkamat (nem üzemi szinten jelenik meg), illetve folytatólagosan jelentős tárgyi eszköz beruházásra (CAPEX) is szükség lesz.
 - Áramdíj esetében 100 Ft kwh díjjal számolunk 2023-ra, mely kerül növelésre 2024-től rendre 15%, 10% és 5-5%-kal. (Jelenleg az E.on üzleti listaára - <https://www.eon.hu/hu/uzleti-es-kozigazgatasi/aram/arak-tarifadijak.html> 2021.04.01-től - az egyes áramtípusokban (nettó) 30 Ft és 57 Ft között mozog rendszerhasználati díjjal együtt. Azóta az energiaárak jelentősen megemelkedtek, a menedzsment piaci kutatása alapján 100 Ft-os kwh a reális ár jelenleg, melynek további növekedése nem várható.
 - Vízdíj esetében 100 Ft /m3 árral kalkuláltunk, ami alacsonyabb a Vízközmű cégek üzleti árainál, melynek oka, hogy a cég a vizet a tóból és fúrt kutakból (a beruházás összegében a kutak kialakítása is szerepel) fogja kinyerni.
 - Az anyagköltségek éves mértéke 2023-as áron 50 millió Ft. 2023-ban – bár törtév, azonban teljes üzemév – sem időarányos számoltuk, 2024-től a növekvő forgalom és ezzel eszköz igénybevétel miatt az inflációnál nagyobb mértékben indexáltuk. (10%, 10%, 5%, növekmény)
 - Vendéglátás ELÁBÉ: vendéglátás bevétel 1/3-a
 - Személyi jellegű ráfordítások számítása:

Személyi jellegű ráfordítás 2023-ban	Létszám	SZJR/fő/hó	SZJR/hó	SZJR/szezon*
Parkoltatás	5	500 000	2 500 000	17 500 000
Jegyértékesítés	3	500 000	1 500 000	10 500 000
Szekciónként 2 segítő	10	500 000	5 000 000	35 000 000
Start és végállomás segítő	3	500 000	1 500 000	10 500 000
Maintenance and operations	10	600 000	6 000 000	42 000 000
Felvonó kezelők	8	600 000	4 800 000	33 600 000
Fánk hordók	3	500 000	1 500 000	10 500 000
Marketing	1	900 000	900 000	6 300 000
Gasztró	10	700 000	7 000 000	49 000 000
ÖSSZESEN	53		30 700 000	214 900 000

*Bár nem teljes 7 hónapot fog a létesítmény évente üzemelni, biztonsági okokból a tervek 7 hónap személyi költséggel számolnak.

A személyi jellegű ráfordításokat a tervezési periódus további 4 évére rendre 10%-kal, 8%-kal, 7%-kal és 5%-kal növeltük.

- 9% társasági nyereségadóval számoltunk
- Pénzügyi ráfordítások között a hitel 5%-os kamata kerül kimutatásra, kamatfizetés 2023-tól.
- Az éves CAPEX árindexálás nélküli áron évi 75 millió Ft (2023-ra is már teljes évet számolunk), mely a következő években az MNB által becsült 3%-os hosszú távon várható inflációval növekszik.
- Az értékcsökkenés esetében az előrejelzés alapja, hogy átlagosan 12 év alatt kerülnek az eszközök leírásra, mely az új beruházásokra is érvényes. Az együttes eszközértékre (eredeti beruházás + CAPEX) kerül kiszámolásra az értékcsökkenés, CAPEX esetében a számítás éven belül egyenletesen eloszló beruházást feltételezve.

Capex és amortizáció számolása:

	Eszközérték	CAPEX adott év végéig	Amortizáció	Bruttó érték
2023 Március_30	3 200 000 000	75 000 000	269 791 667	3 200 000 000
2024 Január_1	3 005 208 333	77 250 000	276 135 417	3 275 000 000
2025 Január_1	2 806 322 917	79 567 500	282 669 479	3 352 250 000
2026 Január_1	2 603 220 938	81 954 525	289 399 564	3 431 817 500
2027 Január_1	2 395 775 899	84 413 161	296 331 550	3 513 772 025
2028 Január_1	2 183 857 509	86 945 556	303 471 497	3 598 185 186
2029 Január_1	1 967 331 568	89 553 922	310 825 642	3 685 130 741
2030 Január_1	1 746 059 848	92 240 540	318 400 411	3 774 684 664
2031 Január_1	1 519 899 977	39 586 565	134 955 503	3 866 925 203
2031 Május_31	1 424 531 039			

* vélelmezve, hogy a beruházás január elsején is már rendelkezésre áll, a későbbi munkák mér nem beruházási alapúak -> projekt értékre minimális a hatása

- A hitel kamata várható évi fix 5%.

- Éven belül a bevétel az egész évi bevétel 50%-át július közepe körül éri el, ezért a diszkontáláskor nem év közepére, hanem mérsékelten későbbre tettük a cash flow súlypontját.
- Nettó forgótőke változással – tekintve az üzletmenet azonnali fizetési dominanciájára – nem számolunk. Növekedés - a szállítók számlával történő fizetése miatt – forgóeszköz kímélő hatású, így ez is egy tartalék a tervben.
- Két esetet számoltunk: a) önkormányzattal megszűnik a bérleti jogviszony 2031.05.31-én, b) folytatódik a Síaréna és a csúszda működése. a) esetben a maradványérték – a szerződés szerint - a tárgyi eszközök számolt könyv szerinti értéke (CAPEX figyelembe vétele, vízi közművek csúszda projektben nem lesznek), azt vélelmezve, hogy ÖK él elővásárlási jogával, ekkor a tervezési szakasz 2023-2027 közötti, a 2028-2030 közötti szabad cash flow 3%-kal növelve, 2031-ben a cash flow a az eszközérték b) esetben szintén 2023-2027 a tervezési szakasz, mely után örökjáradék képlettel, 3%, hosszú távon várható inflációval megegyező növekedéssel becsülve.

Feltételezések – best case, worst case

A best és worst case esetében csak azokat az input paramétereket mutatjuk be az alábbiakban, melyeket a fenti „BASE CASE”-től eltérítettünk:

		2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023
		Április	Május	Június	Június	Július	Augusztus	Augusztus	Szept.	Október
				1-15	16-30		1-20	21-31		
Kihasznátság 2023	Best-case	30%	40%	55%	70%	75%	75%	55%	40%	25%
	Base-case	25%	35%	50%	65%	70%	70%	50%	35%	20%
	Worst-case	20%	30%	45%	60%	65%	65%	45%	30%	15%

A menedzsment becsülte az első működési évre várható kihasznátságot, mely mellett felvázolt egy ennél – kisebb valószínűségű - jobb és rosszabb esetet is. A menedzsment a base case-nél +/- 10%-kal nagyobb és kisebb kihasznátsággal kalkulál legjobb és legrosszabb esetben, azonban a projekt értékelésekor csak +/- 5%-kal kalkulál szakértő annak érdekében, hogy a projekt értékben – a normál eloszlásnak megfelelően – a legvalószínűbb értéktartomány essen csak bele.

A két kulcs költségelem esetében is számoltunk 3 féle scenáriót: a bérek, illetve a villamosenergia árak jobban, vagy kevésbé nőnek:

		2024	2025	2026	2027
Bérek növekedési indexe	Best-case	108%	107%	105%	105%
	Base-case	110%	108%	107%	105%
	Worst-case	115%	110%	110%	110%

		2024	2025	2026	2027
Villamosenergia árának növekedési indexe	Best-case	110%	107%	105%	105%
	Base-case	115%	110%	105%	105%
	Worst-case	125%	120%	115%	115%

A bérek esetében jelenleg is és az elmúlt években gyors növekedés volt tapasztalható, melynek folytatódását a base-case is tükröz. A legjobb esetben ennél csak mérsékelten kisebb növekedéssel számolunk, a legrosszabb esetben akár jelentősebb béremelkedés is elképzelhető. Ugyanígy a villamosenergia árakat szakértő a legjobb esetben lefele kisebb mértékben térítette el, míg a legrosszabb esetben nagyobb (base case +10%-kal számolva) energiaár növekedést is el tud képzelni.

Diszkontráta meghatározása

Jelenleg pontosan nem tudható, hogy egy év múlva a saját tőke elvart hozama, a hitelkamat, kockázati felárak, nyereségadó, stb. és ezzel a WACC mennyi lesz. A legjobb becslés a jelenlegi adatok alkalmazása, kitekintve és szükség esetén alkalmazva a jövőbeni várakozásokat.

- Az infláció jelenleg magas, jövőre hasonló szinten várható, tehát itt nem várható változás, hosszabb távon – az MNB becslés alapján - mérséklődés várható (értéknövelő hatás).
- Magyarország gazdasága stabil, folyamatosan felminősítik a hitelminősítő intézetek, a piaci kockázati prémium esetében – amennyiben folytatódik a tendencia – javulás várható (értéknövelő hatás).
- A jövő tavasszal esedékes parlamenti választások kockázatot jelentenek: kérdéses, hogy egy új kormányzat (legyen az a jelenlegi, vagy más pártokból álló) az új ciklus elején nem lép-e meg adóemeléseket.

Összességében egy éves távlatban stagnálás, hosszabb távon inkább javulás várható az elvart hozamban, így a jelenlegi hozamszinttel becsülni a saját tőke elvart hozamát és a súlyozott tőkeöltséget biztonságos. A jellemzően stabil tőkepiacok okán a WACC értékén nem változtattunk az egyes években a tervben.

A projekt tevékenységeiből adódóan három iparághoz kapcsolódik: rekreáció, szórakoztatás és vendéglátás. A béta számításakor a vendéglátás árbevételi arányát a 2023-as tervek alapján (vendéglátás árbevétele / összes árbevétel) alapján számoltuk. A rekreáció és a szórakoztatás arányát azonos aránynak számoltuk. Tekintve, hogy a két iparág tőkeáttétel nélküli bétája gyakorlatilag megegyezik, e két iparág arányának becslése minimális mértékben módosítja a projektértékelés eredményét.

B _u (súlyozott átlag)		0,818
Iparág	Súly	B _u
Recreation	42%	0,78
Entertainment	42%	0,81
Restaurant and dining	17%	0,93
Összesen	100%	

t	9%
D/E*	0,27
B_L	1,02

* D/E a piaci értéken számolt hitelállományt és saját tőke értéket jelöli, iterációval lehet megállapítani a részvényesi értéket. (Nagyobb részvényesi érték növeli az elvart hozamot, ezzel csökkenti a hozamértéket.)

A WACC kiszámítása:

Változó meghatározása	Meghatározás módszere / magyarázat	Érték	Forrás/magyarázat
R_{rf} = kockázatmentes hozam	A hosszú lejáratú (a vizsgált cash flow éveivel megegyező, vagy nagyságrendileg megegyező időtávra) államkötvényhozammal becsülük. A tervezési periódusunkhoz az 5 év van legközelebb, ezért 5 éves hozammal becsüljük.	2,65%	MNB, Állampapírpiazi referenciahozamok (benchmark), 2021 szeptember Forrás: http://www.mnb.hu/statisztika/statisztikai-adatok-informaciok/adatok-idosorok/xi-deviza-penz-es-tokepiac
$(R_m - R_{rf})$ = piaci kockázati prémium	Egyesült Államokban működő cégértékelési szak-organum adatbázisa. (2021. július)	6,23%	www.damodaran.com
B = iparágra jellemző, adott tőkeszerkezethez kapcsolódó béta	A piaci Béta azt mutatja meg, hogy az adott iparág mennyire mozog együtt a piaccal. (Teljes együttmozgás 1, 1-nél nagyobb érték esetén a piacra történő túlreagálás a piacra, 0 és 1 közötti érték alulreagálás, míg a negatív érték a piaccal ellentétes mozgást jelent.) Bétára adatokat szintén Damodaran oldaláról kaptunk. (A globalizálódás hatására a hazai piacok erősen hasonlóan mozognak, mint nyugati társai) $B_i = B_U[1+(1-t)(D/E)]$, ahol B_i tőkeáttételes vállalat részvényesi bétája B_U tőkeáttétel nélküli vállalat részvényesi bétája t = társasági adókulcs D/E a hitelek és a saját tőke aránya	1,02	Lásd tőkeáttételes béta számítása, bétákra forrás: www.damodaran.com
$R = R_{rf} + B*(R_m - R_{rf})$	Fentiek alapján kiszámolva	8,98%	
Méret Prémium/Diszkont	A vizsgált társaság a tőzsdei piaci átlagos méret alatt jóval elmarad, nem tőzsdén jegyzett társaság, így általában magasabb kockázatot is hordoz, mint az alap piaci kockázati prémium, illetve a nagyobb cégek. Ezt ellensúlyozza több tényező: a) anyacég - mellyel konszolidált beszámolót is készít a cég - tőzsdei jelenléte, b) monopolisztikus piaci helyzet Magyarországon, de a csúszda hosszát tekintve Európában és világ szinten is.	3,00%	
Egyéb cégspecifikus prémium	Induló projekt, nem lehet saját historikus adatokból következtetéseket levonni.	3,00%	
$R_e = R_{rf} + B*(R_m - R_{rf}) + \text{Méret prémium} + \text{Cégspecifikus Prémium}$	Fentiek alapján kiszámolva	14,98%	
$WACC = E/V*Re + D/V*Rd*(1-Tc)$		12,78%	
Örökjáradék képlet ($1/WACC$)		7,82	

Ft

E (részvényesi érték piaci áron)	79%	6 000 000 000
D (hitelérték)	21%	1 600 000 000
V (összesen)		7 600 000 000
Hitelkamat	5,0%	

Mely időpontra történik a cash flow jelenértékre hozása (diszkontálása)

A befektetők attól az időponttól várják el a hozamot a pénzüket után, amikortól a forrásokat rendelkezésre bocsátották.

Mivel a kivitelezés a menedzsment várakozása szerint folyamatosan 2022.04.01. és 2023.03.31. között valósul meg, nagyságrendileg egyenletes beruházási igénnyel, így a beruházás súlypontja (az az időpont, ami előtt és ami után ugyanannyi összeg kerül elköltésre) 2022. szeptember 30., így erre az időpontra végezzük el a diszkontálást. /**Átlagosan** ez az az időpont, amikor a befektetők rendelkezésre bocsátják a tőkét./

Üzleti terv, szabad cash flow, diszkontált szabad cash flow

A fenti feltételezésekkel került elkészítésre a három megnevezett scenárióban a csúszda projekt üzleti terve. Erre végeztük el a fent bemutatott diszkontálásokat.

A számolási táblák 3. sz. mellékletünkben találhatóak meg.

A projekt működési érték („EV”) a 3 scenárióban és attól függően, hogy 2031 május 31. után tovább működhet-e a csúszda, Ft-ban:

Tovább működik	Nem működik tovább
Összesen EV beruházás súlypontjakor (2022.09.30.) 10 218 573 525 Base-case	Összesen EV beruházás súlypontjakor (2022.09.30.) 5 708 015 975 Base-case
Összesen EV beruházás súlypontjakor (2022.09.30.) 11 524 030 999 Best-case	Összesen EV beruházás súlypontjakor (2022.09.30.) 6 383 236 385 Best-case
Összesen EV beruházás súlypontjakor (2022.09.30.) 8 245 480 470 Worst-case	Összesen EV beruházás súlypontjakor (2022.09.30.) 4 770 231 252 Worst-case

Miközben a vezetőség szinte biztos a hosszú távú működésben, a terület használatával kapcsolatos kockázatokat illetően a legkonzervatívabb tovább működési valószínűséget kíván alkalmazni, ezért a menedzsment a tovább működés valószínűségét a tervben 50%-ra becsüli, így 50-50%-kal súlyozva a projektérték:

Ft

„EV”	Tovább működik	Nem működik tovább	Átlag
BASE CASE	10 218 573 525	5 547 908 870	7 883 241 198
BEST CASE	11 524 030 999	6 210 142 533	8 867 086 766
WORST CASE	8 245 480 470	4 631 449 917	6 438 465 193

8.2.2 Működéshez nem szükséges eszközök és kötelezettségek

Többlet eszközérték – logikailag is - nem áll a projekt rendelkezésére

A nem működési jellegű kötelezettségeket a hitelek jelentik, melynek várható értéke 1,6 milliárd Ft.

8.2.3 A működés melletti saját tőke érték meghatározása DFCF módszerrel

Ezzel az egyes esetekben a saját tőke értéke (EV mínusz hitelek) Ft-ban:

Equity	Tovább működik	Nem működik tovább	Átlag
BASE CASE	8 618 573 525	3 947 908 870	6 283 241 198
BEST CASE	9 924 030 999	4 610 142 533	7 267 086 766
WORST CASE	6 645 480 470	3 031 449 917	4 838 465 193

Szakértői megítélésem alapján DFCF alapon a projekt saját tőke értéke a befektetett tőke súlypontja időpontra diszkontálva mintegy 4,8 Mrd Ft és 7,3 Mrd Ft közé becsülhető, a base case alapján 6,3 Mrd Ft körül mozogva legnagyobb valószínűséggel.

8.3 Értékelés Összehasonlító árak módszerével (piaci megközelítés)

Az IVS 105 fejezete alapján a piaci (összehasonlító árak) módszere akkor használandó, ha (20.2)

- (a) az értékelés tárgya a közelmúltban adás-vételi tranzakcióban gazdát cserélt
- (b) az értékelés tárgya, vagy erősen hasonló eszköz tőkepiacokon aktívan forgalmazott
- (c) erősen hasonló eszköz gyakori és/vagy közelmúltbeli adás-vételéről elérhető információ

Az alábbi esetekben is használható az összehasonlító árak módszere (20.3):

- (a) Az értékelés tárgya, illetve ahhoz jelentősen hasonló eszköznek volt kereskedelme, azonban a piaci volatilitás és aktivitást is figyelembe véve ez nem megfelelően közeli időpontban történt.
- (b) Az értékelés tárgya, illetve ahhoz jelentősen hasonló eszköznek van nyilvános kereskedelme, azonban ez nem aktív
- (c) Rendelkezésre állnak információk a piacon tranzakciókról, ám az összehasonlító eszközök nem elégségesen hasonló az értékelés tárgyához, ezért szubjektív kiigazításokra lehet szükség
- (d) Rendelkezésre állnak közelmúltbeli tranzakciókból árazási adatok, ám ezek nem megbízhatóak (nem írásos bizonyíték, hiányzó információk, szinergiák jelenléte, kapcsolt felek közötti, kényszereladás, stb.)
- (e) Az eszköz értékét befolyásoló kritikus elem a piacon elérhető ár, nem pedig az újraelőállítási költség, vagy jövedelemtermelő képesség

Jelen helyzetben ez a módszer több okból is nehezen alkalmazható:

- Jövőbeli értéket számolunk, azaz nem állnak szorzószámok a rendelkezésünkre, a mai értékekből lehet csak kiindulni,
- Induló projekt, nehezen lehetne meghatározni azt a tipikus évet, melyre a szorzószámokat alkalmaznánk,
- Minden bizonnyal az összehasonlításra alkalmazott halmaznál lényegesen gyorsabban növekvő a projekt,
- A 2031-es bizonytalansági faktor mutatószámokkal történő értékeléskor nehezen számszerűsíthető,
- A Síraréna 2020-ban készült értékelésekor tapasztaltuk/bemutattuk, hogy megfelelően hasonló cégek elégséges számban nem állnak rendelkezésre, mely állítás egy óriáscsúszda projekt esetében – mely egyedi eszköznek minősíthető - még erősebben igaz.

A fenitek okán **az összehasonlító elemzést csak tájékoztatás jelleggel**, Aswath Damodaran által publikált adatbázisok és szorzószámok segítségével **végezzük el**. (Forrás: www.damodaran.com)

8.3.1 Működési érték meghatározása – összehasonlító árakkal

Mutatószámok:

	EV/sales	EV/EBITDA (Only positive EBITDA firms)
Recreation	2,93	18,73
Entertainment	2,91	18,27
Restaurant and dining	1,37	25,23
Súlyozott átlag	2,66	19,63

A súlyok a béta számolásakor bemutatott súlyok: vendéglátás árbevételi aránya a 2023-as tervek alapján (vendéglátás árbevétele / összes árbevétel 17%) számolva, A rekreáció és a szórakoztatás arányát azonos aránynak (42-42%) véve.

„EV” projektérték a két különböző mutatószám alapján, illetve az átlaguk (Ft):

Base-case	EV/sales	EV/EBITDA (Only positive EBITDA firms)	Átlag	Átlag DISZKONTTAL
EV 2023 alapján	3 548 656 308	15 751 233 298	9 649 944 803	7 237 458 603
EV 2024 alapján	4 216 951 164	19 326 410 906	11 771 681 035	8 828 760 776
EV 2025 alapján	4 722 315 946	21 937 475 549	13 329 895 748	9 997 421 811

Alkalmazandó diszkontok	
Tőzsdén kívüliségi diszkont	0%
Méret diszkont	20%
Országkockázat különbsége miatti diszkont	5%
Összesen	25%

Az ENFI tőzsdei jelenléte miatt tőzsdén kívüliségi diszkontot nem alkalmazva, az országkockázati többlet Magyarország esetében már alacsony, ezért egy mérsékelt 5%-ot becsülve, illetve a kisebb méret miatt szakértői becslés alapján 20%-ot alkalmazva.

Látható, hogy az érték erősen függ attól, hogy melyik évet vesszük alapul. Ez az egyik probléma az erősen növekvő cégek / projektek összehasonlító adatok alapján történő értékeléskor.

Szakértői becslésem szerint **erősen közelítő jelleggel, kizárólag tájékoztatásul** a projekt értéke („EV”) összehasonlító piaci módszerrel– 7,2 Mrd és 10 Mrd Ft között lehet.

8.3.2 Működésen kívüli eszközök, kötelezettségek

Többlet eszközérték – logikailag is - nem áll a projekt rendelkezésére

A nem működési jellegű kötelezettségeket a hitelek jelentik, melynek várható értéke 1,6 milliárd Ft.

8.3.3 A működés melletti saját tőke érték meghatározása összehasonlító árak módszerrel

Szakértői becslésem szerint **erősen közelítő jelleggel, kizárólag tájékoztatásul** a projekt saját tőke értéke összehasonlító piaci módszerrel– 5,6 Mrd és 8,4 Mrd Ft között lehet.

8.4 Vagyonértékelés

Egy cég (jelen esetben projekt) vagyonértékét a saját tőke testesíti meg, amennyiben az eszközök és kötelezettségek piaci árakon értékelve szerepelnek a könyvekben.

Induló cégek/projektek esetében általában nincs elszakadva egymástól az eszközök és források piaci és könyv szerinti értéke.

Jelen projektnél tehát a saját tőke értékét a kivitelezés utáni vagyonérték mínusz kötelezettségek jelentik. A menedzsment tervek szerint ennek értéke 3,2 Mrd Ft mínusz 1,6 Mrd Ft hitelek azaz 1,6 Mrd Ft lesz.

8.5 Szinergiák értéke

Jelen értékelés nem tartalmazza az esetleges szinergiák értékét, mégpedig azt, hogy az óriáscsúszda projekt megvalósítása várhatóan növeli a Síaréna egyéb üzletágainak látogatottságát. (Például nem csúszó, de libegőt használó társai a csúszóknak.)

8.6 Az óriáscsúszda projekt effektív, legjobb hasznosítás melletti értéke a fenti módszerek alapján

Egy induló projekt esetében természetesen a működési érték magasabb, mint az eszközérték, hiszen ellenkező esetben nem kerülne megvalósításra a projekt. Jelen esetben is így van.

A korábbi fejezetekben bemutatott ismérvek alapján kizárólag a hozamértékkel lehet meghatározni a működési értéket, ez jelenti a legjobb hasznosítás melletti, így effektív értéket.

Összefoglalva a projekt saját tőkéjének értéke a kivitelezés indulásakor **4,8 Mrd Ft és 7,3 Mrd Ft közé, a base case alapján 6,3 Mrd Ft körül mozogva legnagyobb valószínűséggel** becsülhető.

Záradék:

Az értékelés, illetve annak részei összefüggéseiből kiragadva nem értelmezhetők és felhasználására kizárólag a megrendelő jogosult. Az értékelést a rendelkezésünkre álló iratokból, dokumentációból állítottuk össze, következtetéseket azok alapján vontunk le. Új, az értékelés összeállításánál rendelkezésre nem álló adat, információ megváltoztathatja a levont végkövetkeztetéseket.

Budapest, 2021. november 16.



Hámori Zsuzsanna
igazságügyi adó-járulék, tőkepiaci
és pénzügyi szakértő
Grand Slam Kft. ügyvezető

GRAND SLAM Vállalati Pénzügyek Kft.
2045 Törökbalint, Árpád utca 5/a. 1. em. 4.
Adószám: 24071204-2-13



9 MELLÉKLETEK

9.1 1. sz. melléklet: CAPM alkalmazási gyakorisága

Table 7.16 Current Practices for Estimating Cost of Capital

Cost of Capital Item	Current Practices
Cost of Equity	<ul style="list-style-type: none"> • 81% of firms used the capital asset pricing model to estimate the cost of equity, 4% used a modified capital asset pricing model, and 15% were uncertain about how they estimated the cost of equity. • 70% of firms used 10-year treasuries or longer as the riskless rate, 7% used three- to five-year treasuries, and 4% used the treasury bill rate. • 52% used a published source for a beta estimate, while 30% estimated it themselves. • There was wide variation in the market risk premium used, with 37% using a premium between 5 and 6%.
Cost of Debt	<ul style="list-style-type: none"> • 52% of firms used a marginal borrowing rate and a marginal tax rate, while 37% used the current average borrowing rate and the effective tax rate.
Weights for Debt and Equity	<ul style="list-style-type: none"> • 59% used market value weights for debt and equity in the cost of capital, 15% used book value weights, and 19% were uncertain about what weights they used.

Source: Brumer, Eades, Harris, and Higgins (1998).

Forrás: Awath Damodaran: Corporate Finance Theory and Practice – John Wiley & Sons, Inc. 2001, 219.o.

9.2 2. sz. melléklet: Értékelési elméleti háttér

Az alábbiakban egyes eszközök valós piaci értéke meghatározásának módszereit mutatom be; ez az az árcentrum, melyen a fenti korlátozó paraméterek mellett a tulajdonosok értékesíteni tudják az eszközt.

9.2.1 Értékelési alap módszerek

Az értékét három alpmódszerrel, illetve e három módszer eredőjeként lehet meghatározni. Ezekhez járulnak még kiegészítő, speciális esetekben/helyzetekben használatos módszerek.



- Hozamérték (CF) = az eszközből a tulajdonosok számára rövid-, közép- és hosszútávon kivehető pénzösszeg azzal, hogy ha beruházási okokból t_0 időpontban kevesebb pénzt vesz ki a tulajdonos, akkor a cash flow projekció és a később kivehető összeg nő. A hozamértéket a diszkontált cash flow módszerrel szokták számolni.
- Vagyonérték = a vagyonelemek külön-külön, aktuális valós piaci értéken számított összege. (Ennek egy alfajtája a felszámolási érték, amikor felszámoláskor figyelembe vesszük a felszámolással járó költségeket is.)
- Összehasonlító ár = más, hasonló adottságú eszközök értékeltségével való összehasonlítás.

Alapesetben a működő vállalatoknál / vállalat részeknél / eszközöknél a diszkontált szabad pénzáram (működés alapján a társaságból rövid-, közép- és hosszútávon osztalékként kivehető pénzeszközök jelenértékre átszámított összege) értéke magasabb, mint a cég eszközértéke. Ellenkező esetben hasznosabb lehet bezárni, és eszközként értékesíteni a vagyonelemeket, kivéve azt az esetet, ha a vagyonérték nagyobb jelenértékre számított növekedését várjuk, mint a működési eredmény jelenértéke. (Például az ingatlanpiac erőteljes növekedése miatt egy cég felszámolását és ingatlanjainak értékesítését elhalasztjuk, még alacsony nyereségesség mellett is.)

Nagyon fontos az összehasonlító árak módszere, hiszen egyes esetekben bizonyos eszközöket, vagy cégeket „büntet” a piac, máskor a számított értékekhez képest túlárazza. A túlárázásra a történelemben sok példát láttunk: tulipán piaci lufik, IT lufik, az alulárázásra a 2011 körüli építőipar és a fuvarozási piacok lehetnek a példák, ahol a félelmek és körbetartozások miatt általában még a hozamárakat sem fizették meg a piacok. Az ilyen piaci túlárázások, ill. alulárázások általában nem tartanak örökké, ezért gyors reagálást tesz szükségessé. Kivéve, ha ennek fundamentális oka van, pl. biztonságosabb befektetés, vagy van olyan iparág-specifikus szempont, ami a jövőbeni várakozást tükrözi.

A számveteli (könyv szerinti) értékek elsősorban első benyomás kialakítására szolgálnak, mélyebb elemzésre nem alkalmasak.

Az újraelőállítási érték azt hasonlítja össze, hogy a vásárlással szemben egy eszköz előállítása milyen költségekkel járna. Ennek jelentősége abban áll, hogy ha az újraelőállítási érték alacsonyabb lenne, mint az eszköz egyéb módszerekkel számolt értéke, úgy észszerűbb lenne újra létrehozni, mint megvenni. Amennyiben magas az újraelőállítási érték, az a már piacon levő szereplőknek védelmet nyújt.

Az opciós árelmélet akkor használható, ha az eszköz működésében döntési lehetőségek merülnek fel és bizonytalan a környezet.

Az érték megállapítása

A tényleges érték a különböző értékek közül a legmagasabb értékkel egyezik meg, hiszen ha magasabb értékkel bír működtetni egy eszközt, azt fogják tenni a tulajdonosok (DCF és/vagy összehasonlító árelmélet), ha az eszközértéke magasabb, kiárulják (vagyonérték), ha esetleg az opciós érték a legmagasabb, akkor kiaknázzák a lehetőségeket, stb.

Ez alól egy kivétel van: ha az újraelőállítási érték a legmagasabb, az általában nem jelenti az effektív értéket, hiszen miért építsünk 2 egységért valamit, ha annak csak 1 egység a hozamértéke (vagy egyéb pl. eszközértéke).

A mögött, hogy a legmagasabb érték az effektív érték, a racionális befektető áll, melynek definícióját a következő fejezetben ismertetjük.

9.2.2 Közgazdasági alapelvek

2.4 HOZAM ÉS KOCKÁZAT

A vállalatok befektetési döntéseinek középpontjában a **részvényesek vagyonának a maximalizálása, azaz a vállalat értékének a növelése** áll. A vállalati vezetők célja, hogy a pénzügyi döntéseik eredményeként olyan befektetési kombinációt, a vagyontárgyaknak olyan összetételét (portfólióját) alakítsák ki, amely maximalizálja a vállalati portfólió értékét. A befektetők számára is olyan befektetési kombináció kialakítása a cél, amely a befektetés értékét maximalizálja. A befekte-

Forrás: Pálinkó Éva: Vállalati pénzügyek

A racionálisan döntő gazdasági szereplők azonos hozam mellett magasabb profitot, illetve azonos profit esetén alacsonyabb kockázatot választanak. A cégértékeléseknek az alapját az képezi, hogy racionális befektetők hozzák meg a döntéseket.

A valós piaci érték az eszköz elérhető legjobb hasznosítását feltételezi (IVS 104, 30.4). Az elérhető legjobb hasznosítás az eszköz olyan módon történő hasznosítását feltételezi, amely maximálisan kihasználja az eszközben rejlő potenciált, fizikailag lehetséges, jogi korlátokba nem ütközik, és pénzügyileg megvalósítható. Az elérhető legjobb hasznosítás nem feltétlenül egyezik meg az eszköz jelenlegi hasznosításával.

Az alábbiakban bemutatjuk a fenti, összefoglalóan bemutatott fontosabb értékelési módszereket, illetve azok alkalmazási metodológiáját:

9.2.3 A diszkontált szabad cash flow módszere (DFCF – discounted free cash flow)

A társaságok diszkontált cash flow alapú értékelésekor az értékelési alapot a működésből származó cash flow jelenti, amit a tulajdonosok ki tudnak venni úgy a cégből / eszközcsoportból, hogy azzal ne veszélyeztessék a működést. Ehhez adódik a működésbe nem vont eszközök értéke, mely esetében az eszközérték kiszámításra kerül, ami a pénzáramból adódó értéket az alábbiak szerint tovább növelheti.

A működési értékkel is bíró eszközcsoportok eszközei két csoportra oszthatók, ezek alapján oszlik meg az értékelés is:



A működésbe vont (működéshez szükséges) eszközök a működés alatt nem értékesíthetők, értékük nem jelent többletet az általuk megtermelt pénzeszközökön túl. (Hiszen, ha eladnánk ezeket, úgy a működés ellehetetlenülne.) Azon eszközök azonban, melyek nem szükségesek a termeléshez, működéshez, a megtermelt pénzeszközön felül többletértéket jelentenek, mivel, ha ezen eszközök eladásra kerülnek, nem befolyásolják az eszközcsoport/cég eredményességét. (Legyen az nem használt ingatlan, vagy bármi más „passzív” vagyontárgy – akár gyémántok a fiókban.)

Az eszközcsoport összesített értéke az alábbiak alapján számolható:

$$\begin{array}{c} \text{Diszkontált szabad pénzáram értéke (üzemi eredmény v adózott eredmény szinten}^2 \text{ –} \\ \text{részletesebben lásd lent)} \\ + \end{array}$$

² Az üzemi eredményből való kiindulás a DFCF módszer, amit legnagyobb arányban alkalmaznak tőzsdén kívüli, nem pénzügyi tevékenységet folytató cégek értékelésére, a piacon ismert még az adózás előtti eredményből való kiindulás is, az equity cash flow (ECF) modell és egyéb módszerek is.

Működésbe nem vont eszközök nettó értéke
+
Ingatlanok Befektetett pénzügyi eszközök Pénzeszközök, melyek a normál működéshez, (pl. forgóeszközök, veszélyek elkerülése stb.) nem szükségesek Követelések Nem használt tárgyi eszközök, nem használt forgóeszközök Egyéb – pl. adózási túlfizetés
-
Hitel jellegű kötelezettségek (mérlegen belül és kívül) Rövid és hosszú lejáratú hitelek Kölcsönök Lízingkötelezettségek Faktoring-kötelezettségek (ennek kezelése üzemi szinten is megoldható) Egyéb
=
BECSÜLT PILLANATNYI SAJÁT TŐKE ÉRTÉK

A diszkontált szabad pénzáram (DFCF – discounted free cash flow vagy DCF – discounted cash flow) megállapításának módszere:

Pénzáram: Az eszközcsoport által megtermelt pénzösszegek folyamatos egyenlege

Szabad pénzáram: a működésből keletkező azon pénzeszközcsoport, amely a működésből kivehető, vagy a működéséhez nem szükséges eszközök vásárlására fordítható. Leegyszerűsítve: ez az eszközcsoport nyeresége, visszaadva a csak technikai jellegű amortizációt, illetve levonva ebből a működéshez szükséges (eredménykimutatásban nem látható) kiadásokat, úgymint a beruházási igény és a többlet forgótőke szükséglete. Amennyiben a faktoring teljes költsége (kamat + díj) nem jelenik meg üzemi szinten, úgy azzal is korrigálni kell. Természetesen van egy trade off aközött, hogy egy tulajdonos több osztalékot vesz ki, ezzel rontva a jövőbeni cash flowt és aközött, hogy jelentős beruházásokat eszközöl, amivel a jelenben kivehető pénzáramát csökkenti magasabb jövőbeli pénzáramot generálva. (A tulajdonosok e scenáriók jelenértékei alapján döntenek el a működési stratégiáikat, és egy potenciális vevő is a cég jövőbeli életútját e scenáriók mentén tudja felvázolni a saját piaci véleménye alapján.)

Diszkontált szabad pénzáram: a jövőbeni pénz kevesebbet ér, mint a mai napon a kezünkben levő pénz, ezért a későbbi időpontokban megkapott pénzeket a mai értékére kell csökkentenünk, ez a diszkontálás.

A diszkontálási faktor függ az eszközcsoport tőkeszerkezetétől, kockázatosságától, – hiszen magasabb kockázattal bíró befektetéstől nagyobb hozamot várunk el – továbbá függ az általános konjunktúra helyzetétől és a helyi gazdaság állapotától stb.

A diszkontálási faktor attól függ, hogy üzemi szinten, vagy adózott szinten (kamatkiadások után) értékeljük az eszközcsoportot.

Amennyiben üzemi szinten, úgy a WACC (Weighted Average Cost of Capital) – súlyozott tőkeköltség – tükrözi az összes fent elvárt tulajdonságot. Amennyiben kamatkiadások után, úgy a saját tőke elvárt hozama (R_e). Hitelmentes cégek / eszközcsoportok esetében az $R_e =$ WACC.

$$WACC = (E / V * R_e + D / V * R_d * (1 - T_c))$$

R_e = saját tőke elvárt hozama

R_d = hitelek költsége

E = saját tőke piaci értéke

D = hitelek piaci értéke

$V = E + D$

E/V = a saját tőke százaléka a finanszírozásban

D/V = a hitelek százaléka a finanszírozásban

T_c = vállalati nyereségadó

Az, hogy mennyi hozamot várunk el, két tényező súlyozásától függ:

(1) Mennyi pénzt kell fizetnünk a hitelezőknek (R_d). Az alapot minden esetben a jegybanki alapkamat adja. Ezen túl nyilván minél eladósodottabb egy társaság/eszközcsoport, a bank annál nagyobb kamatra – és egyéb díjakra – ad csak hitelt. Így e kamat a kamatbázis és a kamatfelár összegéből áll. Ha egy cég kamatot fizet, azzal költség keletkezik, melynek van adómegetakarítási hatása is, ezt tükrözi az $(1 - T_c)$ szorzó.

(2) A saját tőke elvárt hozama két tényező összegéből adódik: (a) kockázatmentes kamatláb és (b) kockázati felár.

A kockázatmentes kamatlábat a hosszú lejáratú államkötvények hozamával szokták becsülni, hiszen az államkötvényeket lehet a szisztematikus kockázatoktól mentes „nulla kockázatúaknak” tekinteni. Olyan futamidejű államkötvényhozamot kell keresni, amilyen hosszúságúra a cash flow tervet készítjük.

A kockázati felár függ attól a szektortól, amelyben az értékelt projekt a tevékenységét végzi attól, hogy mekkora a projekt (a kisebbek jelentősebb kockázatokkal bírnak), fontos szempont, hogy az értékelt cég (vagy eszközcsoport birtokosa) jelen van-e a tőzsdén, mert önmagában a tőzsdei jelenlét is csökkenti a kockázatot (vagy fordítva: a nem tőzsdei jelenlét növeli a kockázatot), és magasabb cégértéket eredményez. Továbbá az esetlegesen fennálló egyéb specifikus kockázatokat is figyelembe kell venni.

Összefoglalva és egyszerűen megfogalmazva: akkora hozamot kell kapnunk, hogy a saját tőkénk az általunk elvárt hozammal gyarapodjon; ezen túl a hiteljellegű kötelezettségeinket vissza kell tudjuk fizetni. Így az átlagos elvárt hozam a fenti kettő „hozam” súlyozott átlaga. E/V a saját tőke, a D/V pedig a hiteljellegű kötelezettségek aránya.

A saját tőke elvárt hozama minden befektető egyéni preferenciáitól és kockázatvállalási hajlandóságától függ. Ez a szubjektív érték azonban nem számolható, így a piaci általános logikát és kockázat-hozam összefüggéseket alapul véve egy átlagos és tipikus befektetői sajáttőke-hozamelvárást lehet számolni:

A saját tőke elvárt hozamára (R_e) a piacon leginkább használatos - lásd 3. sz melléklet - módszer a CAPM (Capital Asset Pricing Model).

Ez alapján:

$$R_e = R_{rf} + B_L \cdot (R_m - R_{rf}) + \text{Méret Prémium (+ Cégspecifikus Prémium)}$$

R_{rf} = kockázatmentes hozam

B = iparágra jellemző, adott tőkeszerkezethez kapcsolódó béta

R_m = piaci hozam

R_{rf} – A kockázatmentes hozamot a hosszú lejáratú (a vizsgált cash flow – maradványérték számítási évéig - éveivel megegyező, vagy nagyságrendileg megegyező időtávra) államkötvényhozammal becsülik.

$(R_m - R_{rf})$ – A piaci kockázati prémium.

A piaci **Béta** azt mutatja meg, hogy az adott iparág mennyire mozog együtt a piaccal. (Teljes együttmozgás 1-nél nagyobb érték esetén a piacra történő túlreagálás a piacra, 0 és 1 közötti érték alulreagálás, míg a negatív érték a piaccal ellentétes mozgást jelent.)

$$B_L = B_U [1 + (1-t)(D/E)],$$

ahol

B_L tőkeáttételes vállalat részvényesi bétája

B_U tőkeáttétel nélküli vállalat részvényesi bétája

t = társaságiadó-kulcs

D/E a hitelek és a saját tőke aránya

9.2.4 Vagyonértékelés

A vagyonértékelés az eszközöket és kötelezettségeket veszi lajstromba piaci értéken és a kettő különbsége jelenti a saját tőke értékét. A vagyonérték - néhány kivételtől eltekintve - akkor adja a legmagasabb értéket, ha nem működik jól a társaság és érdemesebb bezárni (vagy másnak, esetleg más célból történő működtetésre átadni), és a vagyonelemeket kiárúsítani. A nem jó működéssel ekvivalens az, ha bár nyereséges a működés, de olyan jelentős kockázatok jelentkeznek, mely kockázatokat egy vevő nem tud vállalni, ezért a vagyonértéknél nem hajlandó magasabb árat fizetni. Kivétel lehet, ha azért működtetik még átmenetileg a céget, hogy később magasabb áron tudják az eszközöket eladni, illetve a pénzügyi szempontokon túli életcél-megvalósítás, vagy presztízsből tartás is kivétel lehet. Ez utóbbi tényezőt azonban vevő nem fogja elfogadni az árazásban. hacsak nem esetében is fennállna a presztízserő.

A vagyonértékelés egy speciális fajtája a felszámolási érték kalkulációja, amikor a költségek között kimutatásra kerülnek azok a költségek is, melyek a bezárásból (tevékenységváltásból) adódnak. Ilyen költségek lehetnek például: jogi, adminisztrációs és illetékköltségek, munkavállalók részére végkielégítések fizetése, szerződések megszüntetéséhez kapcsolódó egyes költségek stb.

Amikor vagyonértékelésre a működés mellett, a nem használt eszközök esetében, kiegészítő jelleggel kerül sor, úgy kizárólag az eszközök piaci értéke kerül számolásra.

9.2.5 Újraelőállítási érték

Abból a logikai alapvetésből indul ki ez a módszer, hogy egy vevő nem kíván többet fizetni annál, mint amennyiért meg tud valamit szerezni, akár megvétel, akár újra felépítés által, amennyiben ezt a célját nem lehetetlenítik el jogi, gazdasági, kockázati, vagy egyéb faktorok.

Akkor lehet alkalmazni, ha az újraelőállítás megvalósítható és a kivitelezés nem annyira hosszú, hogy egy gyorsabb megvételért prémiumot fizessen a vevő.

Az újraelőállítási értéknél azt kell számszerűsíteni, hogy egy üzlet aktuális állapota hogyan és milyen költségek/beruházások árán hozhat újra létre. Ahhoz, hogy újra „felépítsünk” egy üzletet, nem csupán az eszközöket kell megszerezni, hanem kalkulálni kell a tervezési, jogi, marketing, szállítás, installálás, jutalékok, adók, finanszírozási költségek, alapítónak járó profit és egyéb hasonló, akár korábban a költségek és ráfordítások között elszámolt összegeket is. Amennyiben csak új eszközöket lehet megvenni a piacon, akkor számszerűsíteni kell az értékelt cégben levő eszközök és az újra beszerzett eszközök közötti értékeltérést.

9.2.6 Összehasonlító árak értékelési módszerei

Komparatívok alkalmazása: az a módszer, ahol a vizsgált eszközcsoporttal hasonlókat keres az elemző és azok értékeltetését viszonyítja a vizsgálat tárgyához. Az alábbi hányadosokból szoktak az elemzők leggyakrabban kiindulni: EV/EBITDA, EV/EBIT, EV/Nettó árbevétel, Equity/adózás előtti vagy utáni eredmény, ahol

EV – Saját tőke értéke + kötelezettségek
EBITDA – Üzemi eredmény + amortizáció
EBIT – Üzemi eredmény
Equity – Saját tőke piaci értéke

Az összehasonlító elemzés esetében is vizsgálni kell, hogy az értékelt eszközcsoport rendelkezik-e specialitásokkal:

- nem használt eszközök többletértéke (DFCF módszerben bemutatott elvek szerint),
- a piaci átlagtól jelentősen nagyobb beruházási vagy forgóeszköz-szükséglet (vagy többlet),
- adókedvezmények,
- átlagtól eltérő kötelezettségállomány (a kötelezettségeket nem figyelembe vevő mutatók alkalmazásakor),
- az átlagtól eltérő növekedési potenciál (pl kezdeti fázisban levő cégeknél)
- stb.

Összehasonlító árelemzést a vevői és eladói oldalak az esetek nagy többségében elvégeznek, egyes esetekben indikatív értékek megállapítására, más esetekben e szorzókkal történő értékelésekkel maga az ármeghatározás is történhet.

9.2.7 Opciók érték

Amennyiben egy cég/eszközcsoporthoz működésében bizonytalan környezetben döntési lehetőségek találhatók, úgy az értékelt a különböző lehetséges kimeneteket (jövőbeli állapotokat) vizsgálja fel, azokhoz súlyként bekövetkezési valószínűségeket rendel, és ezzel várható értékeket számol. Az opciók árelemzés alapja, hogy a vizsgált cég/eszközcsoporthoz a döntési lehetőségek közül mindig a számára nagyobb értékű lehetőséget választja, és az érték a maximális értékű döntési lehetőséggel egyenlő.

9.2.8 Módosító tényezők

A módosító tényezők – a teljesség igénye nélkül – a következők lehetnek:

- 1) olyan könnyen bevezethető lépések, melyek alkalmazásával jelentősebb javulás érhető el a vizsgált cégnél,
- 2) az egyszeri tételek korrekciója,
- 3) cégcsoportok esetén az egyes cégek különválasztásakor a cégcsoporthoz tartozás előnyeinek és hátrányainak a korrigálása.

9.2.9 Scenáriók

Elsősorban a DCF módszernél – de egyéb módszerek esetében is elképzelhető –, hogy az elemző kialakít tipikusan egy legrosszabb, egy átlagos és egy legjobb eset scenárióit, és ezek súlyozása alapján végzi az értékelést.

9.2.10 Induló cégek/projektek értékelési specialitásai

Azon eszközcsoporthoz esetében, ahol a megalapulás (illetve tevékenységváltás) a közelmúltban (~5 éven belül) történt meg, úgy értékelőnek figyelembe kell venni a növekedési potenciált, illetve a piacra lépéssel és indulással járó többlet kockázatokat is.

Projektek esetében figyelembe kell venni, hogy a beruház mikor indul, milyen ütemben kerül a befektetett tőke felhasználásra, összességében mi a beruházás súlypontja, mely dátumhoz kell viszonyítani a megtermelt pénzáramot. (Nem mindegy, hogy mennyit áll a befektetett tőke és mikor kezd el bevételt termelni.)

Projektek esetében nem lehet a múlt tényadataiból kiindulni, a projekt stabilitását az adja meg, hogy a tervek milyen elveken és elemzéseken alapulnak, illetve a projekt megvalósítója milyen szakmai múlttal rendelkezik, mennyire hiteles a projekt.

Projektek lehet külön üzletágként értékelni, ilyenkor az elvárt hozamok, tervek speciálisan a projektre vonatkoznak, illetve meg lehet nézni, hogy a projekttel mennyire nőne az egész vállalkozás értéke, ebből le kell vonni a vállalkozás projekt nélküli értékét, mely két érték különbsége jelenti a projekt értékét. Mivel az utóbbi esetben két értékelést kell elkészíteni, így egyszerűbb és költséghatékonyabb az új projekt értékét külön megállapítani, ami egy óvatosabb becslési módszer is egyben, nem tartalmazva a szinergiákat.

9.2.11 Kisebbségi tulajdonrészek értékelése

Ismert a piacon, hogy kisebbségi (50% alatti) tulajdonrészek esetében a tulajdonrész értéke nem minden esetben egyenlő a tulajdoni % * egész eszközcsoporthoz értékével, hanem ehhez képest kevesebb lehet a forgalmi értéke.

A kisebbségi diszkont mértéke – amennyiben a körülmények elemzése okán alkalmazni szükséges - 21,5% és 30,8% között mozgott a múltban. Az idevonatkozó statisztikai táblázatot lásd 4. számú melléklet. A kisebbségi tulajdonrészek esetében vizsgálni kell a körülményeket, annak megállapítására, hogy kell-e kisebbségi diszkontot alkalmazni, amennyiben igen, akkor milyen mértékben.

9.2.12 Az értékelés eredménye

Bármely értékelési módszert is választ az értékelő, maradnak bizonytalansági tényezők az értékelésben, mely miatt a cégértékelés eredménye – kevés, inkább speciális helyzeteket kivéve – egy értéktartomány és nem egy konkrét érték.

9.2.13 A pénzügyi vállalkozások értékelésének specialitásai

A pénzügyi intézményeknél az üzemi szintű értékelés nehézségekbe ütközik. A bankok esetében azért, mert ott az áru maga a pénz, nehéz az üzemszintű és nem üzemszintű pénzmozgásokat szétválasztani. Az értékpapír forgalmazók esetében nem a pénz maga az áru, de ezeknél is az üzemi szintű és finanszírozási tevékenységek összefonódnak, szétválasztásuk nehézségekbe ütközik. Fentiekből következik, hogy az üzemi szintű értékelés (EBITDA alapon történő összehasonlítás, illetve cash flow előrejelzés és értékelés üzemi szinten) nem megfelelő.

A fentiek miatt az alkalmazandó értékelések az alábbiak lehetnek pénzügyi intézményeknél:

Diszkontált cash flow módszer: free cash flow to equity (FCFE) modell

A cash flow számítás alapja az adózott eredmény (az üzemi eredmény helyett).

FCFE modell esetében is kalkulálni kell a befektetési szükségletet (csökkentő hatás), a nettó forgótőke növekményét (csökkentő hatás) és finanszírozási kötelezettségek növekményét (növelő hatás), mellyel korrigálni kell az adott évi equity cash flow-t. Finanszírozó intézmények esetében ezek számítása nehézségekbe ütközik.

A diszkontálási faktor nem a WACC (Weighted Average Cost of Capital $WACC = (E / V * R_e + D / V * R_d * (1 - T_c))$), hanem mivel az Equity értékét számoljuk ki közvetlenül, a diszkont faktor maga az R_e .

Béta: A tőkeszerkezet nehéz számítása miatt finanszírozó intézmények esetében nem tőkeáttétel nélküli bétából indulunk ki és számoljuk át a vizsgálandó cég tőkeszerkezetére, hanem az összehasonlító cégek átlagos tőkeáttételes bétáját javasolt alkalmazni.

A számolt értékből nem kell levonni a hitel jellegű kötelezettségeket, mert itt nem az egész vállalkozás (enterprise) értékét, hanem a részvényesi (equity) értéket számoljuk ki közvetlenül.

Figyelni kell a finanszírozó intézményeknél arra is, hogy a megnövekedett hitelállomány miatt a tőke lekötési kötelezettség – szabályozói elvárások miatt - is megnövekedhet.

Továbbá a finanszírozók esetében az esetleges mérlegen kívüli tételeknek is jelentős lehet az értékre való befolyása.

Az értékelési nehézségek miatt a pénzügyi vállalkozások értékelése sok esetben a kifizetett osztalékokon alapul.

Alkalmazandó mutatószámok összehasonlító értékelésnél:

A mutatószámok is az üzemi szint nehéz leválaszthatósága miatt részvényesi érték alapúak szoktak lenni finanszírozási intézményeknél:

- Equity / Adózás utáni eredmény
- Equity / Saját tőke könyv szerinti értéke

Megjegyzendő, hogy pénzügyi vállalkozások esetén fontos a követelésállomány, ügyfélállomány részletes átvizsgálása, átvilágítása, melyből származó információk módosíthatják a cégértékelés eredményét. Ilyen jellegű átvilágítás a legtöbb esetben túlmutat egy sima értékelési feladatnál.

9.2.14 Know-how értékelése

A know-how értékelésére az IVS 210 ad iránymutatást.

Ezen belül egy gyakran alkalmazott módszer a With-and-Without Method (Azzal vagy nélküle módszer), ahol az értékelő az immateriális jószág értékét két scenárió különbözősége alapján állapítja meg: első esetben az üzlet használja a know-how-t, a második esetben a know-how nélkül működik, minden egyéb tényező változatlanul hagyása mellett. A különbség számolható profit – melyet jelenértékre kell hozni – vagy az egész üzlet szintjén is.

9.2.15 IVS2020 irányelvek alkalmazása

Értékelésünket az International Valuation Standards (Nemzetközi Értékelési Irányelvek) 2020 alapján készítettük el. Az irányelveket az International Valuation Standards Council* állította össze.

* „The International Valuation Standards Council (IVSC) is an independent, not-for-profit organisation committed to advancing quality in the valuation profession. Our primary objective is to build confidence and public trust in valuation by producing standards and securing their universal adoption and implementation for the valuation of assets across the world. We believe that International Valuation Standards (IVS) are a fundamental part of the financial system, along with high levels of professionalism in applying them.”

Fordítás: „A Nemzetközi Értékelési Tanács (IVSC) egy független, non-profit szervezet, mely elkötelezettségének tekinti az értékelési szakterület szakmai színvonalának emelését. A fő célunk az értékelésekbe vetett bizalom növeléséé azáltal, hogy nemzetközi sztenderdeket alakítunk ki és fogadtatunk el világszerte. Hisszük azt, hogy a Nemzetközi Értékelési Irányelvek (IVS) a pénzügyi rendszer alapjai közé tartoznak, az ezeket használó szakembergárdával együtt.”

Amennyiben az irányelvektől eltérést alkalmazna szakértő az értékelés során, azt a szakértői jelentésben bemutatja.

Base-case	Base-case	Base-case	Base-case	Base-case	Base-case		
	2023	2024	2025	2026	2027		
Nettó árbevétel csúszdajegy	736 759 949	875 509 053	980 431 170	1 077 605 726	1 165 193 111		
Nettó árbevétel vendéglátás	225 543 938	268 019 128	300 138 881	329 886 877	356 699 957		
Növekedési index		119%	112%	110%	108%		
Nettó árbevétel felvonó	322 713 035	383 487 436	429 445 058	472 009 120	510 373 842		
Növekedési index		119%	112%	110%	108%		
Szponzori nettó bevételek	50 000 000	59 416 168	66 536 677	73 131 400	79 075 492		
Növekedési index		119%	112%	110%	108%		
Nettó árbevétel összesen	1 335 016 922	1 586 431 785	1 776 551 785	1 952 633 122	2 111 342 402		
Személyi jellegű ráfordítások	214 900 000	236 390 000	255 301 200	273 172 284	286 830 898		
Növekedési index		110%	108%	107%	105%		
Villamosenergia költsége	154 000 000	177 100 000	194 810 000	204 550 500	214 778 025		
Növekedési index		115%	110%	105%	105%		
Víz költsége	10 780 000	11 103 400	11 436 502	11 779 597	12 132 985		
Növekedési index		103%	103%	103%	103%		
Anyagköltség	50 000 000	55 000 000	60 500 000	63 525 000	66 701 250		
Növekedési index		110%	110%	105%	105%		
Értéksökkenés	269 791 667	276 135 417	282 669 479	289 399 564	296 331 550		
ELÁBÉ (vendéglátás)	75 181 313	89 339 709	100 046 294	109 962 292	118 899 986		
IPA, Turizmusfejlesztési adó, építményadó, gépjárműadó	28 035 355	33 315 067	37 307 587	41 005 296	44 338 190		
Kiadások (nettó) összesen	802 688 335	878 383 594	942 071 062	993 394 532	1 040 012 885		
Üzemi tevékenység eredménye	532 328 587	708 048 192	834 480 723	959 238 590	1 071 329 517		
Kamat	80 000 000	80 000 000	80 000 000	80 000 000	80 000 000		
Adózás előtti eredmény	452 328 587	628 048 192	754 480 723	879 238 590	991 329 517		
Társasági nyereségadó	40 709 573	56 524 337	67 903 265	79 131 473	89 219 657		
Adózott eredmény	411 619 014	571 523 854	686 577 458	800 107 117	902 109 861		
CÉGÉRTÉK MEGHATÁROZÁSA							
EBITDA	802 120 254	984 183 608	1 117 150 202	1 248 638 153	1 367 661 068		
Adó	40 709 573	56 524 337	67 903 265	79 131 473	89 219 657		
NOPLAT	761 410 681	927 659 271	1 049 246 937	1 169 506 680	1 278 441 411		
CAPEX	75 000 000	77 250 000	79 567 500	81 954 525	84 413 161		MŰKÖDİK-E TOVÁBB? (2031) Nem
Nettó forgóeszköz növekmény	0	0	0	0	0		MARADVÁNYÉRTÉK
SZABAD CASH FLOW	686 410 681	850 409 271	969 679 437	1 087 552 155	1 194 028 250	3 889 398 060	
Diszkontfaktor (idő)	0,54	1,54	2,54	3,54	4,54	4,54	
WACC							
DISZKONTÁLT SZABAD CASH FLOW	643 103 252	706 435 252	714 200 692	710 215 062	691 356 565	2 252 007 758	

Megjegyzés: Diszkontfaktor (idő) sorhoz: az ábrán a szám a 2023. év elejére történő számolást mutatja, ugyanígy a diszkontált szabad cash flow sor is, azonban a beruházás súlypontja okán, további 3 hónappal korábbra is diszkontálásra kerül a végeredmény számításakor.

BEST CASE

	2022	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2024	2025	2026	2027
CSÚSZDA	2022.04.01 ->12.31.	Április	Május	Június 1-15	Június 16-30	Július	Augusztus 1-20	Augusztus 21-31	Szeptember	Október	Összesen								
Szezon típusa	Low	Mid	Mid	High	High	High	Mid	Mid	Low	Low									
Nap / hét	3	5	6	7	7	7	6	5	3										
Összes nap	13	23	12	15	31	20	10	23	6										
Óra/nap	8	10	10	12	12	11	10	8	5										
Összes óra	104	230	120	180	372	220	100	184	30	1 540	1 540	1 540	1 540	1 540					
Kihasztnáltság	30%	40%	55%	70%	75%	75%	55%	40%	25%										
Összes kihasznált óra	31,2	92	66	126	279	165	55	73,6	7,5	895	1 003	1 065	1 111	1 142					
Átlagos kihasználtság										58,1%	65,1%	68,1%	72,1%	74,1%					
Kihasználtság növekedés											22,0%	6,1%	4,3%	2,8%					
Átlagos csúszók száma / csúszás	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75					
Átlagos kapacitás (személy/óra)	315	315	315	315	315	315	315	315	315	315	315	315	315	315					
(összesen 120 indítás)																			
Átlagos kihasznált kapacitás (csúszószemély - adott periódus)	9 828	28 980	20 790	39 690	87 885	51 975	17 325	23 184	2 363	282 020	315 977	335 381	349 934	359 636					
Eladott jegyek száma	1 966	5 796	4 158	7 938	17 577	10 395	3 465	4 637	473	56 404	63 195	67 076	69 987	71 927					
Egy jeggyel átlagosan ennyi fő csúszik	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5					
Jelen levő személyek száma	3 440	10 143	7 277	13 892	30 760	18 191	6 064	8 114	827	98 707	110 592	117 383	122 477	125 872					
Átlagos csúszószám / csúszás	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75					

Best-case	Best	Best-case	Best-case	Best-case	Best-case	Best-case	Best-case		
		2023	2024	2025	2026	2027			
Nettó árbevétel csúszdajegy		806 087 232	948 302 701	1 056 864 500	1 157 860 723	1 249 460 857			
Nettó árbevétel vendéglátás		246 767 063	290 303 409	323 537 376	354 455 297	382 496 798			
Növekedési index			118%	111%	110%	108%			
Nettó árbevétel felvonó		353 079 531	415 372 257	462 924 120	507 162 135	547 284 508			
			118%	111%	110%	108%			
Szponzori nettó bevételek		50 000 000	59 416 168	66 536 677	73 131 400	79 075 492			
Növekedési index			119%	112%	110%	108%			
Nettó árbevétel összesen		1 455 933 826	1 713 394 535	1 909 862 672	2 092 609 554	2 258 317 655			
Személyi jellegű ráfordítások		214 900 000	232 092 000	248 338 440	260 755 362	273 793 130			
Növekedési index			108%	107%	105%	105%			
Villamosenergia költsége		154 000 000	169 400 000	181 258 000	190 320 900	199 836 945			
Növekedési index			110%	107%	105%	105%			
Víz költsége		10 780 000	11 103 400	11 436 502	11 779 597	12 132 985			
Növekedési index			103%	103%	103%	103%			
Anyagköltség		50 000 000	55 000 000	60 500 000	63 525 000	66 701 250			
Növekedési index			110%	110%	105%	105%			
Értékcökkenés		269 791 667	276 135 417	282 669 479	289 399 564	296 331 550			
ELÁBÉ (vendéglátás)		82 255 688	96 767 803	107 845 792	118 151 766	127 498 933			
IPA, Turizmusfejlesztési adó, építményadó, gépjármű	2,1%	30 574 610	35 981 285	40 107 116	43 944 801	47 424 671			
Kiadások (nettó) összesen		812 301 965	876 479 905	932 155 329	977 876 989	1 023 719 464			
Üzemi tevékenység eredménye		643 631 862	836 914 630	977 707 343	1 114 732 565	1 234 598 191			
Kamat		80 000 000	80 000 000	80 000 000	80 000 000	80 000 000			
Adózás előtti eredmény		563 631 862	756 914 630	897 707 343	1 034 732 565	1 154 598 191			
Társasági nyereségadó	9%	50 726 868	68 122 317	80 793 661	93 125 931	103 913 837			
Adózott eredmény		512 904 994	688 792 313	816 913 682	941 606 634	1 050 684 354			
CÉGÉRTÉK MEGHATÁROZÁSA									
EBITDA		913 423 528	1 113 050 047	1 260 376 822	1 404 132 128	1 530 929 742			
Adó		50 726 868	68 122 317	80 793 661	93 125 931	103 913 837			
NOPLAT		862 696 661	1 044 927 730	1 179 583 161	1 311 006 198	1 427 015 904			
CAPEX		75 000 000	77 250 000	79 567 500	81 954 525	84 413 161			MŰKÖDIK-E TOVÁBB? (2031) Igen
Nettó forgóeszköz növekmény		0	0	0	0	0			MARADVÁNYÉRTÉK
SZABAD CASH FLOW		787 696 661	967 677 730	1 100 015 661	1 229 051 673	1 342 602 744			13 720 051 247
Diszkontfaktor (idő)			0,54	1,54	2,54	3,54	4,54		4,54
WACC		12,8%							
DISZKONTÁLT SZABAD CASH FLOW		737 997 240	803 845 249	810 189 370	802 608 554	777 368 863			7 943 928 830

Megjegyzés: Diszkontfaktor (idő) sorhoz: az ábrán a szám a 2023. év elejére történő számolást mutatja, ugyanígy a diszkontált szabad cash flow sor is, azonban a beruházás súlypontja okán, további 3 hónappal korábbra is diszkontálásra kerül a végeredmény számításakor.

Best-case	Best-case	Best-case	Best-case	Best-case	Best-case		
	2023	2024	2025	2026	2027		
Nettó árbevétel csúszdajegy	806 087 232	948 302 701	1 056 864 500	1 157 860 723	1 249 460 857		
Nettó árbevétel vendéglátás	246 767 063	290 303 409	323 537 376	354 455 297	382 496 798		
Növekedési index		118%	111%	110%	108%		
Nettó árbevétel felvonó	353 079 531	415 372 257	462 924 120	507 162 135	547 284 508		
Növekedési index		118%	111%	110%	108%		
Szponzori nettó bevételek	50 000 000	59 416 168	66 536 677	73 131 400	79 075 492		
Növekedési index		119%	112%	110%	108%		
Nettó árbevétel összesen	1 455 933 826	1 713 394 535	1 909 862 672	2 092 609 554	2 258 317 655		
Személyi jellegű ráfordítások	214 900 000	232 092 000	248 338 440	260 755 362	273 793 130		
Növekedési index		108%	107%	105%	105%		
Villamosenergia költsége	154 000 000	169 400 000	181 258 000	190 320 900	199 836 945		
Növekedési index		110%	107%	105%	105%		
Víz költsége	10 780 000	11 103 400	11 436 502	11 779 597	12 132 985		
Növekedési index		103%	103%	103%	103%		
Anyagköltség	50 000 000	55 000 000	60 500 000	63 525 000	66 701 250		
Növekedési index		110%	110%	105%	105%		
Értékcsökkenés	269 791 667	276 135 417	282 669 479	289 399 564	296 331 550		
ELÁBÉ (vendéglátás)	82 255 688	96 767 803	107 845 792	118 151 766	127 498 933		
IPA, Turizmusfejlesztési adó, építményadó, gépjárműadó	30 574 610	35 981 285	40 107 116	43 944 801	47 424 671		
Kiadások (nettó) összesen	812 301 965	876 479 905	932 155 329	977 876 989	1 023 719 464		
Üzemi tevékenység eredménye	643 631 862	836 914 630	977 707 343	1 114 732 565	1 234 598 191		
Kamat	80 000 000	80 000 000	80 000 000	80 000 000	80 000 000		
Adózás előtti eredmény	563 631 862	756 914 630	897 707 343	1 034 732 565	1 154 598 191		
Társasági nyereségadó	50 726 868	68 122 317	80 793 661	93 125 931	103 913 837		
Adózott eredmény	512 904 994	688 792 313	816 913 682	941 606 634	1 050 684 354		
CÉGÉRTÉK MEGHATÁROZÁSA							
EBITDA	913 423 528	1 113 050 047	1 260 376 822	1 404 132 128	1 530 929 742		
Adó	50 726 868	68 122 317	80 793 661	93 125 931	103 913 837		
NOPLAT	862 696 661	1 044 927 730	1 179 583 161	1 311 006 198	1 427 015 904		
CAPEX	75 000 000	77 250 000	79 567 500	81 954 525	84 413 161		MŰKÖDIK-E TOVÁBB? (2031) Nem
Nettó forgóeszköz növekmény	0	0	0	0	0		MARADVÁNYÉRTÉK
SZABAD CASH FLOW	787 696 661	967 677 730	1 100 015 661	1 229 051 673	1 342 602 744	4 262 116 110	
Diszkontfaktor (idő)	0,54	1,54	2,54	3,54	4,54	4,54	
WACC							
DISZKONTÁLT SZABAD CASH FLOW	737 997 240	803 845 249	810 189 370	802 608 554	777 368 863	2 467 771 179	

Megjegyzés: Diszkontfaktor (idő) sorhoz: az ábrán a szám a 2023. év elejére történő számolást mutatja, ugyanígy a diszkontált szabad cash flow sor is, azonban a beruházás súlypontja okán, további 3 hónappal korábbra is diszkontálásra kerül a végeredmény számításakor.

WORST CASE

	2022	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2024	2025	2026	2027
	2022.04.01 ->12.31.	Április	Május	Június 1-15	Június 16-30	Július	Augusztus 1-20	Augusztus 21-31	Szeptember	Október	Összesen								
		Low	Mid	Mid	High	High	High	Mid	Low										
CSÚSZDA																			
Szezon típusa																			
Nap / hét		3	5	6	7	7	7	6	5	3									
Összes nap		13	23	12	15	31	20	10	23	6									
Óra/nap		8	10	10	12	12	11	10	8	5									
Összes óra		104	230	120	180	372	220	100	184	30	1 540	1 540	1 540	1 540	1 540				
Kihasználtóság		20%	30%	45%	60%	65%	65%	45%	30%	15%									
Összes kihasznált óra		20,8	69	54	108	241,8	143	45	55,2	4,5	741	849	911	957	988				
Átlagos kihasználtóság											48,1%	55,1%	58,1%	62,1%	64,1%				
Kihasználtóság növekedés												26,5%	7,8%	5,1%	3,2%				
Átlagos csúszók száma / csúszás		1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75		1,75	1,75	1,75	1,75				
Átlagos kapacitás (személy/óra)		315	315	315	315	315	315	315	315	315		315	315	315	315				
(átlagérték 280 emberrel)																			
Átlagos kihasznált kapacitás (csúszószemély - adott periódus)		6 552	21 735	17 010	34 020	76 167	45 045	14 175	17 388	1 418	233 510	267 467	286 871	301 424	311 126				
Eladott jegyek száma		1 310	4 347	3 402	6 804	15 233	9 009	2 835	3 478	284	46 702	53 493	57 374	60 285	62 225				
Egy jeggyel átlagosan ennyi fő csúszik		5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5				
Jelen levő személyek száma		2 293	7 607	5 954	11 907	26 658	15 766	4 961	6 085	496	81 728	93 613	100 405	105 498	108 894				
Átlagos csúszószám / csúszás		1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75		1,75	1,75	1,75	1,75				

Worst-case	Wor	Worst-case	Worst-case	Worst-case	Worst-case	Worst-case	Worst-case		
		2023	2024	2025	2026	2027			
Nettó árbevétel csúszdajegy		667 432 665	802 715 405	903 997 840	997 350 729	1 080 925 365			
Nettó árbevétel vendéglátás		204 320 813	245 734 847	276 740 385	305 318 457	330 903 116			
Növekedési index			120%	113%	110%	108%			
Nettó árbevétel felvonó		292 346 539	351 602 616	395 965 996	436 856 105	473 463 176			
Növekedési index			120%	113%	110%	108%			
Szponzori nettó bevételek		50 000 000	59 416 168	66 536 677	73 131 400	79 075 492			
Növekedési index			119%	112%	110%	108%			
Nettó árbevétel összesen		1 214 100 017	1 459 469 035	1 643 240 898	1 812 656 691	1 964 367 149			
Személyi jellegű ráfordítások		214 900 000	247 135 000	271 848 500	299 033 350	328 936 685			
Növekedési index			115%	110%	110%	110%			
Villamosenergia költsége		154 000 000	192 500 000	231 000 000	265 650 000	305 497 500			
Növekedési index			125%	120%	115%	115%			
Víz költsége		10 780 000	11 103 400	11 436 502	11 779 597	12 132 985			
Növekedési index			103%	103%	103%	103%			
Anyagköltség		50 000 000	55 000 000	60 500 000	63 525 000	66 701 250			
Növekedési index			110%	110%	105%	105%			
Értékcsokkenés		269 791 667	276 135 417	282 669 479	289 399 564	296 331 550			
ELÁBÉ (vendéglátás)		68 106 938	81 911 616	92 246 795	101 772 819	110 301 039			
IPA, Turizmusfejlesztési adó, építményadó, gépjám 2,1%		25 496 100	30 648 850	34 508 059	38 065 791	41 251 710			
Kiadások (nettó) összesen		793 074 705	894 434 282	984 209 335	1 069 226 120	1 161 152 719			
Üzemi tevékenység eredménye		421 025 313	565 034 753	659 031 562	743 430 571	803 214 430			
Kamat		80 000 000	80 000 000	80 000 000	80 000 000	80 000 000			
Adózás előtti eredmény		341 025 313	485 034 753	579 031 562	663 430 571	723 214 430			
Társasági nyereségadó 9%		30 692 278	43 653 128	52 112 841	59 708 751	65 089 299			
Adózott eredmény		310 333 035	441 381 626	526 918 722	603 721 819	658 125 131			
CÉGÉRTÉK MEGHATÁROZÁSA									
EBITDA		690 816 979	841 170 170	941 701 042	1 032 830 134	1 099 545 980			
Adó		30 692 278	43 653 128	52 112 841	59 708 751	65 089 299			
NOPLAT		660 124 701	797 517 042	889 588 201	973 121 383	1 034 456 681			
CAPEX		75 000 000	77 250 000	79 567 500	81 954 525	84 413 161			MŰKÖDIK-E TOVÁBB? (2031) Igen
Nettó forgóeszköz növekmény		0	0	0	0	0			MARADVÁNYÉRTÉK
SZABAD CASH FLOW		585 124 701	720 267 042	810 020 701	891 166 858	950 043 521	9 709 473 307		
Diszkontfaktor (idő)			0,54	1,54	2,54	3,54	4,54		
WACC		12,8%							
DISZKONTÁLT SZABAD CASH FLOW		548 209 090	598 330 479	596 614 063	581 977 479	550 098 469	5 622 022 874		

Megjegyzés: Diszkontfaktor (idő) sorhoz: az ábrán a szám a 2023. év elejére történő számolást mutatja, ugyanígy a diszkontált szabad cash flow sor is, azonban a beruházás súlypontja okán, további 3 hónappal korábbra is diszkontálásra kerül a végeredmény számításakor.

Worst-case	Worst-case	Worst-case	Worst-case	Worst-case	Worst-case		
	2023	2024	2025	2026	2027		
Nettó árbevétel csúszdajegy	667 432 665	802 715 405	903 997 840	997 350 729	1 080 925 365		
Nettó árbevétel vendéglátás	204 320 813	245 734 847	276 740 385	305 318 457	330 903 116		
Növekedési index		120%	113%	110%	108%		
Nettó árbevétel felvonó	292 346 539	351 602 616	395 965 996	436 856 105	473 463 176		
Növekedési index		120%	113%	110%	108%		
Szponzori nettó bevételek	50 000 000	59 416 168	66 536 677	73 131 400	79 075 492		
Növekedési index		119%	112%	110%	108%		
Nettó árbevétel összesen	1 214 100 017	1 459 469 035	1 643 240 898	1 812 656 691	1 964 367 149		
Személyi jellegű ráfordítások	214 900 000	247 135 000	271 848 500	299 033 350	328 936 685		
Növekedési index		115%	110%	110%	110%		
Villamosenergia költsége	154 000 000	192 500 000	231 000 000	265 650 000	305 497 500		
Növekedési index		125%	120%	115%	115%		
Víz költsége	10 780 000	11 103 400	11 436 502	11 779 597	12 132 985		
Növekedési index		103%	103%	103%	103%		
Anyagköltség	50 000 000	55 000 000	60 500 000	63 525 000	66 701 250		
Növekedési index		110%	110%	105%	105%		
Értékcsökkenés	269 791 667	276 135 417	282 669 479	289 399 564	296 331 550		
ELÁBÉ (vendéglátás)	68 106 938	81 911 616	92 246 795	101 772 819	110 301 039		
IPA, Turizmusfejlesztési adó, építményadó, gépjárműadó	25 496 100	30 648 850	34 508 059	38 065 791	41 251 710		
Kiadások (nettó) összesen	793 074 705	894 434 282	984 209 335	1 069 226 120	1 161 152 719		
Üzemi tevékenység eredménye	421 025 313	565 034 753	659 031 562	743 430 571	803 214 430		
Kamat	80 000 000	80 000 000	80 000 000	80 000 000	80 000 000		
Adózás előtti eredmény	341 025 313	485 034 753	579 031 562	663 430 571	723 214 430		
Társasági nyereségadó	30 692 278	43 653 128	52 112 841	59 708 751	65 089 299		
Adózott eredmény	310 333 035	441 381 626	526 918 722	603 721 819	658 125 131		
CÉGÉRTÉK MEGHATÁROZÁSA							
EBITDA	690 816 979	841 170 170	941 701 042	1 032 830 134	1 099 545 980		
Adó	30 692 278	43 653 128	52 112 841	59 708 751	65 089 299		
NOPLAT	660 124 701	797 517 042	889 588 201	973 121 383	1 034 456 681		
CAPEX	75 000 000	77 250 000	79 567 500	81 954 525	84 413 161		MŰKÖDIK-E TOVÁBB? (2031) Nem
Nettó forgóeszköz növekmény	0	0	0	0	0		MARADVÁNYÉRTÉK
SZABAD CASH FLOW	585 124 701	720 267 042	810 020 701	891 166 858	950 043 521	3 277 304 439	
Diszkontfaktor (idő)	0,54	1,54	2,54	3,54	4,54	4,54	
WACC							
DISZKONTÁLT SZABAD CASH FLOW	548 209 090	598 330 479	596 614 063	581 977 479	550 098 469	1 897 639 546	

Megjegyzés: Diszkontfaktor (idő) sorhoz: az ábrán a szám a 2023. év elejére történő számolást mutatja, ugyanígy a diszkontált szabad cash flow sor is, azonban a beruházás súlypontja okán, további 3 hónappal korábbra is diszkontálásra kerül a végeredmény számításakor.