

THE POWER OF BEING UNDERSTOOD

ADÓ | SZÁMVITEL | AUDIT | BÉR | HR | M&A



GRABOPLAST ZRT.

Cégtértékelési jelentés

2023. március 17.

Tartalom

Vezetői összefoglaló	4
Értékelési módszertan	11
Az Értékelés módszertanának bemutatása	12
Eszközalapú értékelés	16
DCF alapú értékelés	19
Értékelés / Következtetések	25
Függelék	29
Historikus eredménykimutatás	30
Historikus mérleg	31
Nettó Hitelállomány	32
Korlátozások	33

VEZETŐI ÖSSZEFOGLALÓ

Vezetői összefoglaló | 1

Háttér

Nutex Nyrt. [cg.: 01-10-043104; Székhely: 1147 Budapest, Telepes utca 53.] (továbbiakban „**Megbízó**”) felértékelni tervezi („**Értékelés**”) a **Graboplast Zrt.**-t [cg.: 08-10-001859; Székhely: 9023 Győr, Fehérvári út 16. b. ép.] (továbbiakban „**Társaság**”).

Az RSM Hungary Zrt. (cím: 1139 Budapest, Váci út 99-105. továbbiakban: „RSM”; Tanácsadó”; „Megbízott” vagy „mi”) társaságot felkérték, hogy a Társaságot szakmai szempontok alapján értékelje és annak eredményét egy jelentésben („**Jelentés**”) foglalja össze. Az értékelés szakmai szempontok alapján i) **Nettó eszközérték alapú (Net Asset Value)** és ii) **DCF (jövedelem) alapú** módszertannal készült („**Értékelés**”).

Az értékelés és a munka tárgya és célja

A Megbízás alapján az Értékelés célja, hogy a Megbízott megállapítsa a **Társaság 100%-os üzletrészenek értékét**. A Cégértékelési munkánk során a Társaság menedzsmentjétől („**Menedzsment**”) kapott, Társaságra vonatkozó információkra és adatokra támaszkodtunk.

Az értékelés dátuma

2022. december 31.

Korlátozások

A Jelentés azzal a korlátozással készült, hogy a Jelentésben a Társaság kapcsolattartói (továbbiakban „Menedzsment”) által átadott, a Társaságra vonatkozó információk kerültek felhasználásra, de azok teljeskörűsége nem került ellenőrzésre. **Az adatok - beleértve a 2022. év végi számokat, 2023. évre vonatkozó tervszámokat, illetve 2024-2027 időszaki becsléseket - a Társaság és a Menedzsment által és vélelmezhetően azok legjobb tudása szerint készültek (Q1 2023).**

Az Értékelés során a Menedzsment tájékoztatása alapján előfordulhatnak olyan kimutatások, amelyek nem a jelzett fordulónapi egyenlegeket mutatják, hanem tervszámokat, becsléseket és előrejelzéseket tartalmaznak.

Az átadott anyagokban közölt üzleti információk, becslések, továbbá kifejezetten a benne feltüntetett számszaki becslések helyessége és pontossága nem képezi felelősségünket. Nem vállalunk felelősséget a Megbízó részéről átadott információk megbízhatóságára vonatkozóan sem.

Felhívjuk a figyelmet, hogy az Értékelés során végzett feltárások és elemzések **következtetéseit természetüknél fogva szubjektívek, egyéni megítéléseken alapulnak**, így ugyanazokból az alapadatokból és feltételezésekből más szakértők eltérő következtetésekre juthatnak.

A Jelentés tartalma

Jelentésünk az alábbiakat öleli fel és az alábbi részterületek figyelembevételével készült:

- Az alkalmazott értékelési **módszertanok** bemutatása.
- A **külső, publikus forrásokból** az értékeléshez felhasznált információk részletezése és alkalmazása.
- Az értékelési elemzések **következtetései**.

Továbbá, a Társaság rendelkezésünkre bocsátotta az alábbiakat:

- a magyar számviteli szabályok szerinti **2022.12.31. mérleg és eredménykimutatás;**
- a **2022-es időszak főkönyve;**
- a **2023-es évi tervszámait, valamint 2024-2027 időszakra vonatkozó becslései (Q1 2023);**
- A 100%-os Cégérték és a saját tőke forgalmi értékének (Tőkeértékének) meghatározása nettó eszközérték és DCF-modell súlyozását figyelembe véve történt.

Vezetői összefoglaló | Nettó eszközalapú értékelés | 4

Az értékelés következtetése

Eszközérték alapon, a Társaság 100%-os saját tőkéjének forgalmi értéke: 16 431m Ft

Az eszközök könyv szerinti értékéhez („KSZÉ”) képest (30 522m Ft) a Társaság kötelezettségeinek, céltartalékainak és passzív állományának teljes KSZÉ-e (18 930m Ft) 11 592m Ft-tal kevesebb, a különbség a mérleg szerinti saját tőke összege.

Az eszközök forgalmi értékéhez képest (35 361m Ft) a Társaság kötelezettségeinek, céltartalékainak és passzív állományának forgalmi értéke (18 930m Ft) 16 431m Ft-tal kevesebb, **a különbség a nettó eszközérték, vagyis a saját tőke forgalmi értéke ezen módszertan alapján.**

A 2022.12.31-i állapot szerinti Társaság **eszközeinek könyv szerinti értéke („KSZÉ”) 30 522m Ft, az eszközök forgalmi értéke 35 361m Ft, míg a Saját Tőke nettó eszközértéken alapuló forgalmi értéke 16 431m Ft.**

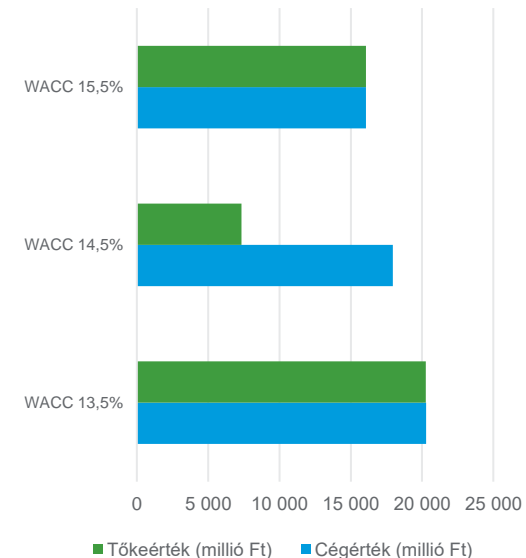
Vezetői összefoglaló | DCF-alapú értékelés | 5

Az értékelés következtetése

A feltételezések és az alkalmazott (növekvő tagú örökjáradék alapú) DCF módszertan alapján, **3,00%-os maradványidőszaki növekedési ráta** és az **egyed-évekre külön alkalmazott 12,06% - 21,10% közötti WACC értékek (WACC-egyenértékes* értéke 14,51%)** mellett a Társaság várható **Cégértéke 17 939m Ft**, amelyhez hozzáadandó az értékelés időpontjában fennálló pénzeszköz, és készpénz ekvivalens eszközök értéke és levonandó a teljes rövid és hosszú kamatozó kötelezettségek összege. Ezen két tétel összege, azaz a **nettó hitelállomány (vételár csökkentő) 10 593m Ft 2022.12.31-re**.**

Így a Társaság saját tőkéjének piaci értéke, azaz Tőkeértéke 7 346m Ft (7 345 970 570 Ft) a DCF értékelés alapján 2022.12.31-re.

Cégérték és Tőkeérték tartományok



*Az értékelés során a tervidőszak minden évére külön WACC érték került megállapításra. A WACC-egyenértékes azon WACC (azaz súlyozott diszkont) értékét adja meg, amely egyedüli alkalmazása ugyanazon Cégértéket eredményezi, mint a jelenlegi módszer.

** Lásd 32. oldal – Nettó hitelállomány részletezése.

Vezetői összefoglaló | Értékelési eredmények | 6

Jelentésünkben a Társaságot a nemzetközi sztenderdeknek megfelelő **eszközalapú, illetve DCF értékelési módszer** alapján értékeltük. A nettó eszközalapú értékelés során a 2022-es tényszámokat vettük alapul, míg a DCF-modell esetében a 2022-es tényszámok, illetve a 2023-2027-es tervszámok kerültek alkalmazásra.

A nettó eszközérték alapú (Net Asset Value, „NAV”) értékelés eredményeképpen a Társaság becsült Tőkeértéke (EQ) 16 431m Ft, míg a DCF-modell alapján a Tőkeérték becsült értéke 7 346m Ft 2022. december 31-én.

A tényleges Tőkeérték megállapításához mindkét értékelési módszer eredményét figyelembe vettük, mivel:

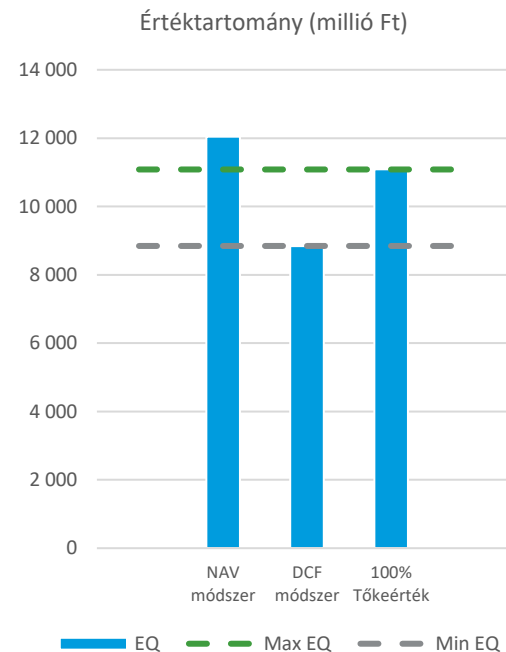
- A DCF-modell a Társaság 2027-ig tartó éves üzleti terve alapján készült, amely jelentősen támaszkodik a jövőbeli tervszámokra.
- A nettó eszközalapú értékelés a 2022-es tényszámokon alapul, viszont a Társaság 2027-ig tartó tervezett növekedését nem veszi figyelembe.

A két értékelési módszer eredményét együttesen kezelve, a Graboplast Zrt. 100%-os üzletrészének Tőkeértékét 10 980m Ft – 11 888m Ft között becsüljük 11 434m Ft-os átlagos értékkel 2022.12.31-i értékelési napon.

A Társaság **minimális Tőkeértékének** kiszámításához (10 980m Ft) **40%-os súllyal** vettük figyelembe az **eszközalapú értékelés** kiszámított tőkeértékét (16 431m Ft) és **60%-os súllyal a DCF értékelés** során kiszámított tőkeértékét (7 346m Ft).

A Társaság **maximális Tőkeértékének** kiszámításához (11 888m Ft) **50%-os súllyal** került figyelembe véve az **eszközalapú értékelés, valamint a DCF értékelés** során kiszámított tőkeérték is.

A fentiek alapján elfogadhatónak tartjuk a saját tőke könyv szerinti értékét, mint kvázi piaci érték, mivel a megállapított értéktartományba esik (11 592m Ft), valamint az értéksáv átlagától (11 434m Ft) 5%-os eltérésen belüli (1,4%).





MÓDSZERTAN

Módszertan | Értékelési módszertan

A cégértékelés általánosan elfogadott nemzetközi standardjainak megfelelően a következő három alapvető értékelési módszertant szokás megkülönböztetni:

- jövedelem-alapú;
- piaci összehasonlító-alapú;
- az eszköz-alapú.

A **jövedelmi módszer** (ún. jövedelem alapú, diszkontált cash flow (DCF)) a vállalatok működéséhez kapcsolódó pénzáramlásokat vizsgálja, a megfelelő tőkeköltséggel diszkontálja azokat, így meghatározva a vállalat vagy az üzletrész értékét. A jövedelmi módszer alapja a Társaság hosszú távú üzleti terve, amelyek ebben az esetben rendelkezésre álltak, így **az értékelés során a DCF módszertan is alkalmazásra került.**

A **piaci módszer** alapú, azaz összehasonlítható vállalkozások alapján történő értékelés során általában a társaság egyetlen pénzügyi vagy működési paramétere alapján történik az értékelés (üzemi eredmény, vagy értékcsökkenés nélküli üzemi eredmény vagy árbevétel). A piaci alapú összehasonlítás történhet historikus tranzakciók, vagy tőkepiaci társaságok összehasonlító adatai alapján.

A **nettó eszköz alapú** módszer kiterjed a cég elsődleges eszközeinek és forrásainak valós piaci értékük szerinti módosítására. Ezt a módszert általában akkor alkalmazzák, amikor a vállalkozás eszközeinek optimális felhasználása eltér azok aktuális alkalmazásától vagy az eszközök várható piaci forgalmi értéke megközelíti / várhatóan meghaladja az előző 2 módszer alapján végzett értékelés során becsült értéktartományt, illetve abban az esetben amennyiben egy társaság relatíve kis nyereség fedezettel „operál” relatíve nagyobb eszközállomány mellett. **Jelen értékelés során a nettó eszközérték alapú értékelés is alkalmazásra került.**

Módszertan | Nettó eszközérték alapú értékelés

Nettó eszközérték alapú értékelés definíciója:

Az eszköz alapú értékelésnek alapvetően három fajtája ismert:

- annak vizsgálata, ha a Társaság hasonló minőségű eszközöket akarna beszerezni/előállítani, akkor ezt milyen ráfordítással tudná véghezvinni, majd ezen értékből le kell vonni a Társaság kötelezettségeit (**Újraelőállítási érték**).
- ha a Társaság működőképes, akkor a nettó eszközérték meghatározásához az eszközök forgalmi értékéből le kell vonni a kötelezettségek, céltartalék, passzív elhatárolások forgalmi értékét (**Forgalmi érték**).
- ha a Társaság felszámolás közelében van, akkor az eszközök **likvidációs értékének** meghatározása a cél, vagyis annak számszerűsítése, hogy a fennálló kötelezettségekből mennyit lehet rövid távon kielégíteni.

Megítélésünk szerint jelen feladathoz a leginkább testreszabott módszertan a Forgalmi érték kiszámítása.

Módszertan | Szabad Cash Flow

DCF ÉRTÉKELÉS ÉPÍTŐKÖVEI

A szabad cash flow („FCF”) levezetése - A szabad cash flow számításának kiindulási pontja a működési eredmény (EBIT), hozzáadandó az értékcsökkenés, levonandó az EBIT-re kalkulált társasági adó, a forgótőke változás és a tárgyi eszköz beruházás. A szabad cash flow-ban nem szerepelnek pénzügyi tételek, mint például kamatköltségek és hiteltörlesztések.

A maradványérték kiszámítása - A maradványérték a vállalati érték azon eleme, amit az explicit tervezési ciklus végén számolunk. A maradványérték számításánál azzal a feltételezéssel élünk, hogy az explicit előrejelzést követő években egy normalizált cash flow adott növekedési ütemmel egy adott időszakra ismétlődni fog. A növekedési ütem általában és sok esetben az inflációnak felel meg (zéró reálnövekedés): elemzésünkben növekedéssel (3%-os) kalkuláltunk. A maradványérték ennek a cash flow-nak a tervezési időszak végére történő diszkontálása révén számítható.

A társaság jelenértékének meghatározása - A jövőbeni szabad cash flow-kat és a maradványértéket diszkontáljuk a súlyozott átlagos tőkeköltséggel és a diszkontált értékeket összeadjuk. A saját tőke jelenértékének levezetése - a társaság cégértékéhez hozzáadjuk – az értékelés időpontjára becsült - a társaság készpénz és készpénz ekvivalens eszközök értékét és levonjuk a kamatozó adósságokat (hitel, lízing, kölcsön).

A súlyozott átlagos tőkeköltség (WACC) becslése: A pénz időértéke- az a diszkontráta, amelynek segítségével a jövőbeni pénzáramlásokat jelenértékre válthatjuk át. A DCF-modell a tőkeköltséget az igénybe vett tőkeforrások alternatív költségének a finanszírozásban vállalt részesedés arányában súlyozott átlagaként határozza meg. A WACC képletben szereplő súlyok meghatározása az adott társaságra jellemző tőkeszerkezet segítségével történik.

Cégérték, Tőkeérték kalkuláció (ezer Ft)	2023 TERV	2024 TERV	2025 TERV	2026 TERV	2027 TERV	TV
Vállalati szabad cash flow	1 111 856	1 927 769	1 256 297	2 225 509	2 645 895	2 725 272
Maradványidőszaki növekedés (g)						3,0%
Súlyozott átlagos tőkeköltség	21,10%	18,70%	18,70%	17,80%	17,71%	12,06%
Cégérték (EV)	17 939 274	20 612 124	22 538 703	25 497 014	27 809 448	30 089 094
Hitelállomány	11 267 646	12 010 589	11 548 504	11 769 700	10 818 145	9 173 017
Nettó hitelállomány	10 593 303					
Tőkeérték (EQ)	7 345 971					

ESZKÖZ ALAPÚ ÉRTÉKELÉS

Eszközértékelés | Eszközök

Nettó eszközérték

A Társaság nettó eszköz alapú értékelésének tekintetében az alábbiakat állapíthatjuk meg:

A 2022.12.31-ei főkönyvi kivonatot figyelembe véve, a Társaság **eszközeinek könyv szerinti értéke: 30 522m Ft; míg az eszközök forgalmi értéke 35 361m Ft.**

Az eszközök piaci értékét csökkentve a kötelezettségek, céltartalék és passzív időbeli elhatárolások piaci értékével (18 930m Ft együttesen), **a Társaság saját tőkéjének nettó eszközértékelésen alapuló forgalmi értéke 16 431m Ft 2022.12.31-re vonatkozóan.**

MÉRLEG - ESZKÖZÖK (ezer Ft)	Könyv szerinti érték 2022.12.31	Piaci érték 2022.12.31
A. Befektetett eszközök	22 406 221	27 443 826
I. IMMATERIÁLIS JAVAK	1 110 996	1 110 996
II. TÁRGYI ESZKÖZÖK	21 293 498	26 200 861
Ingatlanok	6 383 647	8 965 335
Műszaki berendezések, gépek, járművek	14 406 612	16 822 288
Egyéb berendezések, gépek, járművek	361 029	361 029
Beruházások, felújítások	52 209	52 209
III. BEFEKTETETT PÉNZÜGYI ESZKÖZÖK	91 727	131 969
B. Forgóeszközök	7 173 910	6 975 646
I. KÉSZLETEK	4 499 321	4 451 125
II. KÖVETELÉSEK	2 000 246	1 980 178
III. ÉRTÉKPAPÍROK	130 002	2
IV. PÉNZESZKÖZÖK	544 341	544 341
C. Aktív időbeli elhatárolások	942 000	942 000
ESZKÖZÖK (AKTÍVÁK) ÖSSZESEN	30 522 131	35 361 472
MÉRLEG - FORRÁSOK (ezer Ft)	2022.12.31	2022.12.31
D. Saját tőke	11 591 681	16 431 022
E. Céltartalék	606 572	606 572
F. Kötelezettségek	15 007 787	15 007 787
RÖVID LEJÁRATÚ KÖTELEZETTSÉGEK	4 761 468	4 761 468
HOSSZÚ LEJÁRATÚ HITELEK	10 246 319	10 246 319
G. Passzív időbeli elhatárolások	3 316 090	3 316 090
FORRÁSOK (PASSZÍVÁK) ÖSSZESEN	30 522 131	35 361 472
Nettó eszközérték		16 431 022

Értékelés – Eszközök forgalmi értéke | 1

BEFEKTETETT ESZKÖZÖK

TÁRGYI ESZKÖZÖK

A Társaság Tárgyi eszközei **Ingyenből, kapcsolódó vagyoni értékű jogokból és Műszaki berendezésekből** állnak.

Az **Ingyenből és kapcsolódó vagyoni értékű jogok** piaci értéke az IDD Budapest Kft. **2023. januári** független értékbecslésén alapszik. Az **Ingyenből és kapcsolódó vagyoni értékű jogok könyv szerinti értéke 6 384m Ft, piaci értéke 8 965m Ft (+40%).**

A Társaság befektetett pénzügyi eszközei között tart nyilván 81m Ft értékű adott kölcsönt a Graborus Kft. számára, **aminek piaci értékét egyenlőnek tekintettük annak a könyv szerinti értékével.** Továbbá a Társaság 10m Ft értékű részesedéssel rendelkezik a GraboShop Kft-ben valamint a Graboplast OOO-ban. **Ezen részesedések piaci értékét megegyezőnek tekintettük azok könyv szerinti saját tőkéjének értékével, ami 51m Ft (+389%).**

A Társaság mérlegében 100m Ft értékű saját részvény található. A Menedzsmenttől kapott információk alapján a részvények bevonásra fognak kerülni, ezért azok piaci értékét 0-nak tekintettük.

Szám	Ingyen	Ingyen piaci értéke (IDD Budapest Pénzügyi Tanácsadó és Vagyoneértékelő Kft.) (eFt)
1.	9020 Győr külterület 01286 hrsz-ú beépítetlen ipari fejlesztési telekingatlanról (Gipz12/S)	100 000
2.	9023 Győr, Mészáros Lőrinc utca 4651/15 hrsz-ú cégközpont telephely-központi gyártóüzemről	3 220 000
3.	6000 Kecskemét, Halasi út 10. sz. alatti (9391/1 hrsz) ipari telephely-gyártóüzemről	1 760 000
4.	2800 Tatabánya, Vigadó u. 1. sz. alatti (1935/4 hrsz) ipari telephely-gyártóüzemről	2 840 000
5.	2800 Tatabánya, Vigadó u. 1. sz. alatti (1935/5 hrsz) ipari telephelyről (őrlő-daráló üzemcsarnok)	128 000
6.	2800 Tatabánya, Vigadó u. 1935/6 hrsz-ú beépítetlen ipari fejlesztési telekingatlanról (Ge-1)	196 000
+ Ingyen között nyilvántartott, gépek értékét növelő eszközök		
7.	Ingyenokhoz kapcsolódó gépek	721 335
Összesen		8 965 335

ezer Ft	Jegyzett tőke	Saját tőke összesen (2022.12.31)
GraboShop Kft.	3 000	4 189
OOO Graboplast	4 760	46 410
Összesen	7 760	50 599

Értékelés – Eszközök forgalmi értéke | 2

BEFEKTETETT ESZKÖZÖK

TÁRGYI ESZKÖZÖK

A **Műszaki berendezések** piaci értéke az IDD Budapest Pénzügyi Tanácsadó és Vagyonértékelő Kft. **2023. januári és februári** független értébecslésén alapszik. A **Műszaki berendezések könyv szerinti értéke 14 407m Ft, piaci értéke 16 822m Ft (+17%).**

FORGÓESZKÖZÖK

VEVŐK

A Társaság Vevőkövetelései átértékelésre kerültek, a Társaság Vevőállományának 91 napnál több ideje lejárt részét behajthatatlan követelésnek tekintettük. Emiatt a Társaság Vevőkövetelése további 20,1m Ft-tal csökkent, **összesen 1 680m Ft-ra szemben a 1 700m Ft könyv szerinti értékkel (-1%).**

Hasonló módszertan alapján a Társaság Készletei is átértékelésre kerültek. A Készletek 180+ napnál régebbi készleteit leírandó készleteknek tekintettük. Emiatt a Társaság Készletei további 48,2m Ft-tal csökkent, **összesen 4 451m Ft-ra szemben a 4 499m Ft könyv szerinti értékkel (-1%).**

A Társaság további, nem kiemelt eszközei és kötelezettségei esetén a könyv szerinti értékét megegyezőnek tekintettük azok piaci értékével.

Gépek piaci értéke 2022.12.31.-re (értékelési riportban szereplő):	14 530 388
<i>Egyéb berendezések, amelyeket nem értékelték (a 14.5 milliárdos piaci értékhez nem adták hozzá)</i>	
TPS rétegképző berendezés nettó érték	1 968 500
Stanoló berendezés (Olbrich) nettó érték	323 400
Összesen	16 822 288

ezer Ft	2022.12.31
Le nem járt követelések	1 699 833
Lejárt követelések	336 020
1-30 nap	204 250
31-90 nap	60 860
91-364 nap	32 090
365 naptól	38 820
Elszámolandó értékvesztés (>91 nap)	70 910
Társaság által már elszámolt értékvesztés	50 842
További elszámolandó értékvesztés (korrekció)	20 068
Vevőkövetelések piaci értéke	1 679 765

ezer Ft	2022.12.31
Anyagok már elszámolt értékvesztése	133 654
180+ napnál régebbi Anyagok	176 703
Anyagok elszámolandó EV	43 050
Félkész termékek már elszámolt értékvesztése	4 463
180+ napnál régebbi Félkész termék	12 226
Félkész termékek elszámolandó EV	7 764
Késztermék már elszámolt értékvesztése	117 948
180+ napnál régebbi Késztermék	115 330
Késztermékek elszámolandó EV	-2 618
További elszámolandó értékvesztés (korrekció)	48 196
Készletek piaci értéke	4 451 125

DCF ALAPÚ ÉRTÉKELÉS

Értékelés – DCF | Főbb változók

A DCF ÉRTÉKELÉS ÉPÍTŐKÖVEI

$WACC = \frac{D}{(D+E)} * k_d * (1 - t) + \frac{E}{(D+E)} * k_c$, ahol:

$\frac{D}{(D+E)}$ – a hitelfinanszírozás piaci súlya

k_d – a hitelfinanszírozás költsége

$\frac{E}{(D+E)}$ – a saját tőke piaci súlya

k_c – a saját tőke alternatív költsége

t – társasági adó

A SAJÁT TŐKE ALTERNATÍV KÖLTSÉGE

A saját tőke alternatív költségének becslésére a nemzetközileg is elfogadott és alkalmazott tőkepiaci árfolyamok modellje (Capital Asset Pricing Model - CAPM) szolgál alapul. Ennek megfelelően a saját tőke költségét a következő képlet alapján számítjuk:

$k_c = r_f + \beta[E(r_m) - r_f]$, ahol:

r_f = a kockázatmentes hozam,

$E(r_m)$ = a piaci portfólió várható hozama,

$E(r_m) - r_f$ = a piaci kockázati prémium,

β (béta) = a saját tőke szisztematikus kockázata.

KOCKÁZATMENTES HOZAM MEGHATÁROZÁSA

A kockázatmentes piaci kamatláb meghatározásakor a hosszú lejáratú állampapírok (10 év) hozamát tekintjük referenciaként.

PIACI KOCKÁZATI PRÉMIUM BECSLÉSE

A CAPM-modellben a kockázati prémium a kockázatmentes kamatlábon felül fizetendő felár, annak érdekében, hogy tőkebefektetéseink vonzóvá váljanak. A régióra, illetve Magyarországra jellemző piaci kockázati prémium felárat használtuk fel.

BÉTA

Damodaran cégértékelési szakértő által publikált beta (β) adatbázisból választjuk ki a szektorra jellemző értéket.

AZ ADÓSSÁG ALTERNATÍV KÖLTSÉGE

Az adósság alternatív költségének megállapításakor azt kell vizsgálni, hogy az értékelt Társaság milyen feltételekkel jutna hitelekhez.

Értékelés – DCF | Főbb feltételezések

DCF értékelés / kalkulációk

A diszkontált cash flow (DCF) módszer alapja a jövőbeli működési cash flow áramlások, vagyis mindazok a pénzáramlások, amelyek a finanszírozással kapcsolatosan felmerült költségek előtt képződnek, de társasági adófizetés után. Ezeket a pénzáramlásokat nettó jelenértékre szükséges visszadiszkontálni egy olyan diszkont ráta alkalmazásával, amely természetéből adódóan figyelembe veszi a pénz időértékét és a cash flow áramlásokkal kapcsolatos kockázatokat (méret, piaci prémium/diszkont alkalmazásával).

A DCF értékelés során az alábbi fő feltételezéseket használtuk:

- A Társaság és a Menedzsment becslése alapján az Üzleti terv 2023-2027-es évek becsült számait foglalja magába (lásd: Függelék – Üzleti terv).
- Az Értékelés során felhasznált üzleti terv a Társaság Menedzsmentjének a terveit mutatja be, beleértve a Társaság:
 - EBITDA értéke
 - Működő tőke változása („NWC”)
 - Befektetett tőke változása („CAPEX”)

mFt	2022	2023	2024	2025	2026	2027
	Tény	Terv	Terv	Terv	Terv	Terv
EBITDA	2 731	3 036	3 246	3 498	3 875	4 125
EBITDA%	12,6%	11,7%	11,3%	11,3%	11,7%	11,7%
Működőtőke-változás		- 1 482	- 506	- 930	- 681	- 435
CAPEX		346	800	1 300	900	950

Értékelés – DCF | FCF levezetés

FCF* - Free cash flow* – Társaság rendelkezésére álló FCF:

- A szabad cash flow számításakor, az üzemi eredményből (EBIT) indultunk ki és korrigáltuk értékcsökkenéssel, hogy megkapjuk az éves EBITDA értéket. Ezután még a szükséges korrekciókat is elvégeztük, mint működőtőke változás, beruházások és egyéb mérleg tétel változásokat.
- Adózás utáni nettó Op. Eredmény: EBIT értékből levontuk az EBIT-re kalkulált effektív adókulccsal kalkulált adót.
- A tervezési időszak utánra, a maradványérték kalkulálásához azt feltételeztük, hogy a Társaság operációja továbbra is stabil marad. A maradványidőszak, a 2027-es év FCF értéke WACC mínusz „g” ($\frac{FCF}{WACC-g}$) piaci visszafogott növekedéssel, azaz 3,0%-kal fog emelkedni.

Cash Flow terv (ezer Ft)		2023 TERV	2024 TERV	2025 TERV	2026 TERV	2027 TERV	TV
Üzemi Eredmény	EBIT	1 627 692	1 826 044	2 066 147	2 409 086	2 629 273	
Effektív adókulcs	t	0,00%	0,00%	0,00%	1,46%	2,44%	
Üzemi eredményre jutó adó		0	0	0	-35 173	-64 281	
Adózott üzemi eredmény	NOPLAT	1 627 692	1 826 044	2 066 147	2 373 914	2 564 991	
Értékcsökkenés (+)		1 311 811	1 407 890	1 419 862	1 432 351	1 465 843	
Bruttó cash flow		2 939 503	3 233 934	3 486 009	3 806 265	4 030 834	
Δ Készletek		26 655	-514 193	-265 541	-407 363	-327 720	
Δ Követelések		-684 748	-493 469	-292 565	-392 596	-260 831	
Δ Aktív időbeli elhatárolások		0	0	0	0	0	
Δ Kötelezettségek		-32 982	841 827	-20 736	418 725	461 685	
Δ Passzív időbeli elhatárolások		-790 957	-340 331	-350 870	-299 523	-308 072	
Nettó Működőtőke változás	ΔNWC	-1 482 032	-506 165	-929 712	-680 756	-434 939	
Nettó működési cash flow		1 457 472	2 727 769	2 556 297	3 125 509	3 595 895	
Δ Befektetett eszközök		-345 616	-800 000	-1 300 000	-900 000	-950 000	
Befektetési Cash flow	CAPEX	-345 616	-800 000	-1 300 000	-900 000	-950 000	
Vállalati szabad cash flow	FCFF	1 111 856	1 927 769	1 256 297	2 225 509	2 645 895	2 725 272

* A Free Cash Flow azt a működésből származó, adózás utáni pénzáramot fejezi ki, amely figyelmen kívül hagyja a finanszírozási struktúrában szereplő idegen tőkét.

**A mérlegtervben szereplő mérleg tételek értékét RSM az Értékelés során felülvizsgálta és hozzáigazította a tervezett eredményoldali növekedéshez. A kalkulált értékek részletei a függelékben találhatóak.

Értékelés – DCF | WACC

Súlyozott átlagos tőke költség („WACC”) az alábbi paraméterek figyelembevételével került kiszámításra:

- **Kockázatmentes hozamként a 2023.02.21-ei 5 éves állampapírhozammal kalkuláltunk (14,19%).** A tervidőszak további éveire a 2023.02.21-ei referenciahozamok alapján forward hozamokat becsültünk, úgy hogy az egyes lejáratok referencia hozama megegyezzen az egy éves spot hozam és az egy éves forward hozamok sorozatával. A maradványidőszakban 4,5%-os, hosszú távon várható kockázatmentes hozammal számoltunk.
- **Béta** kalkulálásához a „Building materials” szektorra jellemző (0,98), tőkeáttétel nélküli érték került felhasználásra, ami szektor-specifikusan Damodaran adatbázisából került behivatkozásra.
- Az értékelés során **1,0%-os illikviditási**, valamint **1,0%-os méretdiszkonttal számoltunk**, amely a **tőkepiacon jegyzett társaságokhoz viszonyított többletkockázatot** hivatott lemodellezni.
- A kockázatmentes hozam és az átlagos tőkepiaci hozamok közötti „gap” átlagosan **8,67%** („Market Risk Premium”).

WACC levezetése:

Tőke költség számítás		2023 TERV	2024 TERV	2025 TERV	2026 TERV	2027 TERV	TV
Kockázatmentes hozam	r_f	14,2%	9,4%	9,4%	7,8%	7,8%	4,5%
Piaci kockázati prémium	MRP	8,67%	8,67%	8,67%	8,67%	8,67%	5,25%
Tőkeáttétel mentes béta	β_U	0,98	0,98	0,98	0,98	0,98	0,98
Effektív adókulcs	t	0%	0%	0%	1%	2%	9%
D/E arány	D/E	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	50,0%
Tőkeáttételes béta	β_L	1,96	1,96	1,96	1,95	1,94	1,43
Illikviditási felár		1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Méretből fakadó felár		1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Saját tőke elvárt hozama	r_e	33,19%	28,40%	28,40%	26,73%	26,64%	13,99%
Hitelek elvárt hozama	r_n	9%	9%	9%	9%	9%	9%
Idegen tőke aránya	wd	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	33%
Saját tőke aránya	we	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	67%
Súlyozott átlagos tőke költség	WACC	21,10%	18,70%	18,70%	17,80%	17,71%	12,06%

Értékelés – DCF | EV, EQ számítás

A bemutatott **vállalati szabad cash flow** értékek, valamint a **kalkulált súlyozott átlagos tőkeköltségek (WACC)** alapján **2022 év** végére számított **Cégértéket (EV)** kalkuláltunk.

A Cégértékből (EV) levonásra kerültek az **Értékelés időpontjában fennálló kamatozó kötelezettségek, valamint hozzáadásra kerültek a pénzeszközök és forgatási célú értékpapírok értékei** (együttesen nettó hitel- vagy pénzállomány)*. Ezen korrekciók eredményeképpen került megállapításra a Társaság saját tőkéjének piaci értéke, vagyis a **Tőkeértéke (EQ)**.

A bemutatott feltételezések alapján a Társaság **Cégértékét (EV) 17 939m Ft-ra, Tőkeértékét (EQ) 7 346m Ft-ra** becsüljük **2022.12.31-re** vonatkozóan.

Cégérték, Tőkeérték kalkuláció (ezer Ft)	2023 TERV	2024 TERV	2025 TERV	2026 TERV	2027 TERV	TV
Vállalati szabad cash flow	1 111 856	1 927 769	1 256 297	2 225 509	2 645 895	2 725 272
Maradványidőszaki növekedés (g)						3,0%
Súlyozott átlagos tőkeköltség	21,10%	18,70%	18,70%	17,80%	17,71%	12,06%
Cégérték (EV)	17 939 274	20 612 124	22 538 703	25 497 014	27 809 448	30 089 094
Hitelállomány	11 267 646	12 010 589	11 548 504	11 769 700	10 818 145	9 173 017
Nettó hitelállomány	10 593 303					
Tőkeérték (EQ)	7 345 971					

* Lásd 32. oldal – Nettó hitelállomány részletezése.

ÉRTÉKELÉS – KÖVETKEZTETÉSEK

Következtetések | Nettó eszközalapú értékelés

Az értékelés következtetése

Eszközérték alapon, a Társaság 100%-os saját tőkéjének forgalmi értéke: 16 431m Ft

Az eszközök könyv szerinti értékéhez („KSZÉ”) képest (30 522m Ft) a Társaság kötelezettségeinek, céltartalékainak és passzív állományának teljes KSZÉ-e (18 930m Ft) 11 592m Ft-tal kevesebb, a különbség a mérleg szerinti saját tőke összege.

Az eszközök forgalmi értékéhez képest (35 361m Ft) a Társaság kötelezettségeinek, céltartalékainak és passzív állományának forgalmi értéke (18 930m Ft) 16 431m Ft-tal kevesebb, **a különbség a nettó eszközérték, vagyis a saját tőke forgalmi értéke ezen módszertan alapján.**

A 2022.12.31-i állapot szerinti Társaság **eszközeinek könyv szerinti értéke („KSZÉ”) 30 522m Ft, az eszközök forgalmi értéke 35 361m Ft, míg a Saját Tőke nettó eszközértéken alapuló forgalmi értéke 16 431m Ft.**

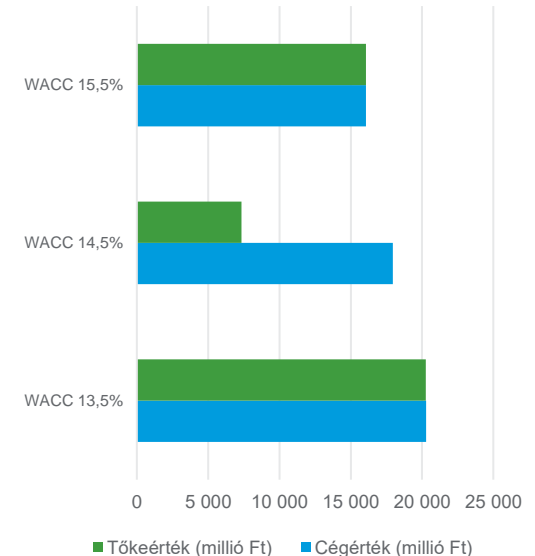
Következtetések | DCF-alapú értékelés

Az értékelés következtetése

A feltételezések és az alkalmazott (növekvő tagú örökjáradék alapú) DCF módszertan alapján, **3,00%-os maradványidőszaki növekedési ráta** és az **egyed-évekre külön alkalmazott 12,06% - 21,10% közötti WACC értékek (WACC-egyenértékes* értéke 14,51%)** mellett a Társaság várható **Cégértéke 17 939m Ft**, amelyhez hozzáadandó az értékelés időpontjában fennálló pénzeszköz, és készpénz ekvivalens eszközök értéke és levonandó a teljes rövid és hosszú kamatozó kötelezettségek összege. Ezen két tétel összege, azaz a **nettó hitelállomány (vételár csökkentő) 10 593m Ft 2022.12.31-re.****

Így a Társaság saját tőkéjének piaci értéke, azaz Tőkeértéke 7 346m Ft (7 345 970 570 Ft) a DCF értékelés alapján 2022.12.31-re.

Cégérték és Tőkeérték tartományok



*Az értékelés során a tervidőszak minden évre külön WACC érték került megállapításra. A WACC-egyenértékes azon WACC (azaz súlyozott diszkont) értékét adja meg, amely egyedüli alkalmazása ugyanazon Cégértéket eredményezi, mint a jelenlegi módszer.

** Lásd 32. oldal – Nettó hitelállomány részletezése.

Következtetések | Összefoglaló

Jelentésünkben a Társaságot a nemzetközi sztenderdeknek megfelelő **eszközalapú, illetve DCF értékelési módszer** alapján értékeltük. A nettó eszközalapú értékelés során a 2022-es tényszámokat vettük alapul, míg a DCF-modell esetében a 2022-es tényszámok, illetve a 2023-2027-os tervszámok kerültek alkalmazásra.

A nettó eszközérték alapú (Net Asset Value, „NAV”) értékelés eredményeképpen a Társaság becsült Tőkeértéke (EQ) 16 431m Ft, míg a DCF-modell alapján a Tőkeérték becsült értéke 7 346m Ft 2022. december 31-én.

A tényleges Tőkeérték megállapításához mindkét értékelési módszer eredményét figyelembe vettük, mivel:

- A DCF-modell a Társaság 2027-ig tartó éves üzleti terve alapján készült, amely jelentősen támaszkodik a jövőbeli tervszámokra.
- A nettó eszközalapú értékelés a 2022-es tényszámokon alapul, viszont a Társaság 2027-ig tartó tervezett növekedését nem veszi figyelembe.

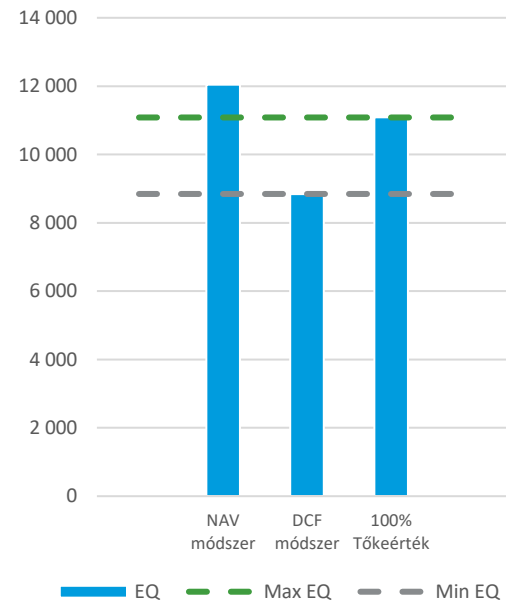
A két értékelési módszer eredményét együttesen kezelve, a Graboplast Zrt. 100%-os üzletrészenek Tőkeértékét 10 980m Ft – 11 888m Ft között becsüljük 11 434m Ft-os átlagos értékkel 2022.12.31-i értékelési napon.

A Társaság **minimális Tőkeértékének** kiszámításához (10 980m Ft) **40%-os súllyal** vettük figyelembe az **eszközalapú értékelés** kiszámított tőkeértékét (16 431m Ft) és **60%-os súllyal a DCF értékelés** során kiszámított tőkeértékét (7 346m Ft).

A Társaság **maximális Tőkeértékének** kiszámításához (11 888m Ft) **50%-os súllyal** került figyelembe véve az **eszközalapú értékelés, valamint a DCF értékelés** során kiszámított tőkeérték is.

A fentiek alapján elfogadhatónak tartjuk a saját tőke könyv szerinti értékét, mint kvázi piaci érték, mivel a megállapított értéktartományba esik (11 592m Ft), valamint az értéksáv átlagától (11 434m Ft) 5%-os eltérésen belüli (1,4%).

Értéktartomány (millió Ft)





FÜGGELÉK

Függelék – Eredménykimutatás

EREDMÉNYKIMUTATÁS (ezer Ft)	2022	2023 TERV	2024 TERV	2025 TERV	2026 TERV	2027 TERV
I. Értékesítés nettó árbevétele	21 737 680	25 892 420	28 653 474	30 847 715	33 238 211	35 162 377
II. Értékesítés közvetlen költségei	13 595 575	14 138 254	15 897 312	17 269 206	18 634 901	19 787 733
III. Értékesítés bruttó eredménye	8 142 105	11 754 166	12 756 162	13 578 509	14 603 310	15 374 644
IV. Értékesítés közvetett költségei	7 324 024	10 206 695	10 819 499	11 388 163	11 992 778	12 531 929
V. Egyéb bevételek	1 036 939	389 626	340 331	350 870	299 523	308 072
VI. Egyéb ráfordítások	435 902	309 405	450 950	475 069	500 969	521 515
A. Üzemi (üzleti) tevékenység eredménye	1 419 117	1 627 692	1 826 044	2 066 147	2 409 086	2 629 273
B. Pénzügyi műveletek eredménye	-1 271 107	-1 992 797	-1 537 655	-1 549 983	-1 387 706	-1 118 452
C. Adózás előtti eredmény	148 011	-365 105	288 389	516 164	1 021 380	1 510 821
X. Adófizetési kötelezettség	0	0	0	0	14 912	36 937
D. Adózott eredmény	148 011	-365 105	288 389	516 164	1 006 468	1 473 884

Értékcsökkenés	1 311 811	1 407 890	1 419 862	1 432 351	1 465 843	1 496 183
EBITDA	2 730 928	3 035 583	3 245 906	3 498 498	3 874 929	4 125 456

Függelék - Mérleg

MÉRLEG - ESZKÖZÖK (ezer Ft)	2022.12.31	2023 TERV	2024 TERV	2025 TERV	2026 TERV	2027 TERV
A. Befektetett eszközök	22 406 221	21 343 947	20 724 085	20 591 733	20 025 891	19 479 707
I. IMMATERIÁLIS JAVAK	1 110 996					
II. TÁRGYI ESZKÖZÖK	21 203 498	21 199 860	20 579 998	20 447 646	19 881 804	19 335 620
III. BEFEKTETETT PÉNZÜGYI ESZKÖZÖK	91 727	144 087	144 087	144 087	144 087	144 087
B. Forgóeszközök	7 173 910	8 792 084	9 799 745	10 357 851	11 157 809	11 746 361
I. KÉSZLETEK	4 499 321	4 472 666	4 986 858	5 252 399	5 659 761	5 987 482
II. KÖVETELÉSEK	2 000 246	3 626 994	4 120 463	4 413 029	4 805 624	5 066 456
III. ÉRTÉKPAPÍROK	130 002	130 002	130 002	130 002	130 002	130 002
IV. PÉNZESZKÖZÖK	544 341	562 421	562 421	562 421	562 421	562 421
C. Aktív időbeli elhatárolások	942 000	0	0	0	0	0
ESZKÖZÖK (AKTÍVÁK) ÖSSZESEN	30 522 131	30 136 030	30 523 829	30 949 584	31 183 700	31 226 068
MÉRLEG - FORRÁSOK (ezer Ft)	2022.12.31	2023 TERV	2024 TERV	2025 TERV	2026 TERV	2027 TERV
D. Saját tőke	11 591 681	11 226 577	11 514 966	12 031 129	13 037 598	14 511 482
I. JEGYZETT TŐKE	6 589 876	6 589 876	6 589 876	6 589 876	6 589 876	6 589 876
III. TŐKETARTALÉK	3 496 918	3 496 918	3 496 918	3 496 918	3 496 918	3 496 918
IV. EREDMÉNYTARTALÉK	642 591	1 504 887	1 139 783	1 428 172	1 944 335	2 950 804
V. LEKÖTÖTT TARTALÉK	714 285					
VII. ADÓZOTT EREDMÉNY	148 011	-365 105	288 389	516 164	1 006 468	1 473 884
E. Céltartalék	606 572	666 572	726 572	786 572	846 572	906 572
F. Kötelezettségek	15 007 787	15 717 748	16 097 489	16 297 950	15 765 120	14 581 677
HOSSZÚ LEJÁRATÚ HITELEK	10 246 319	12 010 589	11 548 504	11 769 700	10 818 145	9 173 017
RÖVID LEJÁRATÚ KÖTELEZETTSÉGEK	4 761 468	3 707 159	4 548 986	4 528 250	4 946 975	5 408 660
G. Passzív időbeli elhatárolások	3 316 090	2 525 133	2 184 802	1 833 933	1 534 410	1 226 338
FORRÁSOK (PASSZÍVÁK) ÖSSZESEN	30 522 131	30 136 030	30 523 829	30 949 584	31 183 700	31 226 068

Függelék – Múltbeli mérleg | Nettó hitelállomány

Net Debt kalkuláció - 2022.12.31.	
ezer Ft	2022.12.31
Pénzeszközök (100%)	544 341
Értékpapír (forgó)	130 002
Teljes pénzeszköz	674 343
Hosszú lejáratú hitel	10 246 319
Rövid hitel	1 021 328
Teljes hiteljellegű kötelezettség	11 267 646
NET DEBT	10 593 303

FÜGGELÉK - KORLÁTOZÁSOK

Függelék – Korlátozások

- Felhívjuk a figyelmet, hogy természeténél fogva az **értékelés nem egzakt tudomány, következtetései szubjektív, egyéni megítélésen múlnak**, így ugyanazokból az alapadatokból és feltételezésekből más szakértők az értéket illetően eltérő következtetésekre juthatnak.
- Az előrejelzések és a tényleges eredmények között általában eltérés mutatkozik, mivel az események és a körülmények gyakran nem az elvárások szerint alakulnak, emiatt pozitív és negatív eltérés egyaránt bekövetkezhet.
- Az értékelési megállapítások arra vonatkoznak, hogy az **értékelés fordulónapján mennyi lehetett a Társaság saját tőke megalapozottan becsült értéke, az üzleti kilátások alapján**, amely érték bármely más jövőbeni időpontban lehet magasabb, vagy alacsonyabb, az üzleti-gazdasági környezet és körülmények változásától függően.
- Vizsgálatainkat a nemzetközi vagyonértékelő szervezetek által ajánlott és általánosan elfogadott értékelési standardok alapján végeztük. Ennek megfelelően, értékelésünk azokat a módszereket tartalmazza, amelyeket a körülmények figyelembevételével indokoltak tartottunk.
- Jelentésünk vonatkozásában kifejezetten jóváhagyjuk a tervezett ügylet tőkepiaci sajátosságaira tekintettel, hogy a Megbízó a Tanácsadó külön írásos beleegyezése nélkül jogosult (a) **a Jelentést döntéshozói, szakmai tanácsadói, könyvelői illetve könyvvizsgálója részére hozzáférhetővé tenni**, (b) **az apportértékelés során eljáró könyvvizsgáló jogosult a Jelentést a könyvvizsgálói jelentéséhez csatolni**, (c) **a Megbízó jogosult a Jelentést az irányadó jogszabályi követelményeknek megfelelően a nyilvános könyvvizsgálói jelentés mellékleteként mint tőkepiaci rendkívüli tájékoztatásként közzétenni, a Céltársaság alapszabályának mellékletévé tenni illetve saját belátása alapján a cégbíróság számára benyújtani**.
- Az RSM, mint a jelentés készítője semmilyen kötelezettséget vagy felelősséget nem vállal bármilyen veszteségért, melyet a Megbízó, vagy Menedzsment vagy a Társaság vagy bármely harmadik fél elszenved a fentiekben rögzített feltételek megsértése következtében.

Függelék – RSM Hungary az RSM hálózat tagja

- Az RSM Hungary az RSM hálózat tagja és az RSM márkanév alatt folytat üzleti tevékenységet. Az „RSM” az RSM hálózat tagjai által használt kereskedelmi név. Az RSM International tagjai független könyvelő és tanácsadó cégek, melyek saját nevükben járnak el. Az RSM hálózat maga semmilyen fogalom-meghatározás szerint és semelyik állam joghatósága alatt sem tekinthető önálló jogi személynek.
- A hálózat tagjai által használt RSM márkanév és védjegy, illetve az egyéb szellemi tulajdon, az RSM International Association tulajdona. Az RSM International Association Svájcban, a svájci Ptk. §60 alapján működik, székhelye Zugban található.
- © RSM International Association, 2023.

RSM Hungary Adótanácsadó és Pénzügyi Szolgáltató Zrt.

1139 Budapest, Váci út 99-
105.

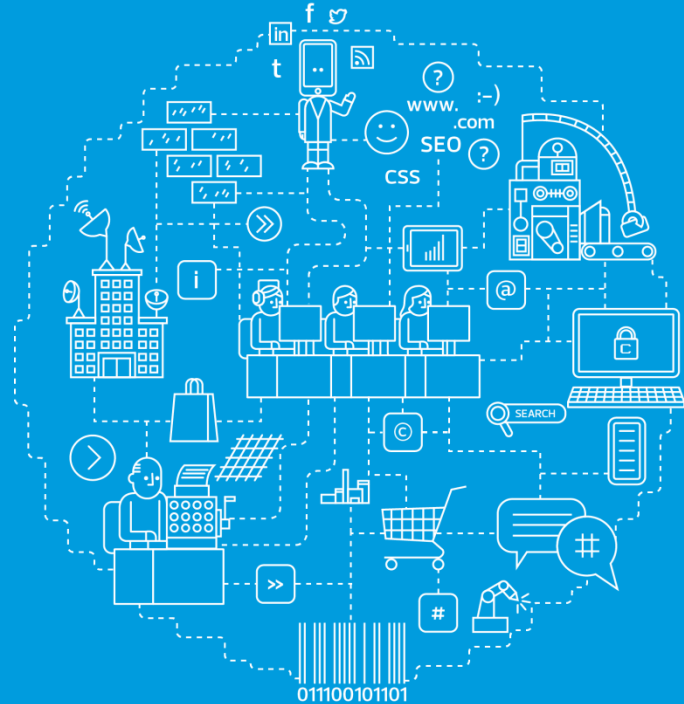
Telefon:

+36 1 886-3700

+36 1 886-3701

Fax: +36 1 886-3729

E-Mail: info@rsm.hu



Együttműködés. Megértés. Ötletek és éleslátás.