



A Vita-Sütő Kft. 2,34 %-os üzletrészének értékelése

2021. szeptember 7.

Tartalom

1. Vezetői összefoglaló	3
1.1 Az értékelés célja	4
1.2 A piaci érték	4
1.3 Az értékelés érvényessége	4
1.4 Felhasznált információk.....	5
1.5 A Társaság 2,34 %-os üzletrészenek piaci értéke	5
2.. Az értékelés módszertana	6
2.1 Az értékelés módszertana	7
2.2 Az érték meghatározása a jövedelemtermelő képesség alapján	8
2.3 A diszkontráta meghatározása	9
3. A Társaság 2,34 %-os üzletrészenek értékelése	13
3.1 A Társaság tevékenységének bemutatása	14
3.2 A Társaság üzleti terve.....	17
3.3. Cash flow módosító tételek.....	19
3.4. A Társaság piaci értéke összehasonlítás alapján	20
4. Melléklet	24
5. Korlátozó feltételek.....	27

1. Vezetői összefoglaló

DRAFT

1.1 Az értékelés célja

- Komárom Város Önkormányzata (2900. Komárom, Szabadság tér 1.) megbízta a K-E-S AUDIT Könyvvizsgáló, Könyvvizsgáló és Adótanácsadó Kft-t (1054. Budapest, Báthori u 20. III.1., a továbbiakban KES AUDIT) a Vita-Sütő Kft. (2900. Komárom, József Attila u. 10., Cg. 11-09-002948, a továbbiakban Társaság) 2,34 %-os üzletrésze piaci értékének megállapításával.
- Komárom Város Önkormányzata vételi ajánlatot kapott a Társaságban fennálló 2,34 %-os üzletrésze, az eladásra vonatkozó döntés meghozatala érdekében vált szükségessé a 2,34 %-os üzletrész piaci értékének megállapítása.
- A Társaság fő tevékenysége sütőipari, valamint fagyasztott termékek gyártása. A Társaság rendelkezik a tevékenységének végzéséhez megfelelő infrastruktúrával és gyártási kapacitással mind a székhelyén, mind a telephelyén (Kisbérben).
- **Megbízásunk értelmében a jelen értékelés célja a Társaság 2,34 %-os üzletrésze piaci értékének meghatározása az üzletrész esetleges értékesítésére vonatkozó döntés alátámasztása céljából.**

1.2 A piaci érték

- A jelentésünkben ismertetett értékelés eredményeképpen a Társaság 2,34 %-os üzletrésze piaci értékét határoztuk meg. Értékelési munkánk során az International Valuation Standards Council (IVS) által kiadott sztenderdekben szereplő piaci érték definíciót vettük alapul. Ennek megfelelően a piaci érték az a becsült összeg, amely ellenében egy eszköz/tulajdonrész az értékelés fordulónapján gazdát cserélne egy eladási szándékkal rendelkező eladó és egy vételi szándékkal rendelkező vevő között, feltételezve, hogy mindkét fél megfelelő informáltsággal rendelkezik, prudensen jár el és nem áll kényszer alatt (IVS 104: 30.1.).
- A tulajdonrészekért fizetendő tényleges vételár a jelentésünkben megadott piaci értéktől - az egyes tulajdonosok elképzeléseinek, valamint egyéb, a jelen értékelés kereteit meghaladó információk következtében esetlegesen fellépő ármódosító tényezőknek megfelelően - mindkét irányban eltérhet.

1.3 Az értékelés érvényessége

- A jelen értékelés a 2021. szeptember 1-i ("az értékbecslés napja") időpontra vonatkoztatva, 2021. augusztus 25. – szeptember 15. között készült. Ennek megfelelően nem tartalmazza a 2021. szeptember 15-ét követően bekövetkező változásokat. Az általunk meghatározott érték az értékelés készítéséig tudomásunkra jutott tényeket, illetve ennek az időpontnak megfelelő feltételezéseket tartalmazza. A jelen dokumentum kizárólag a

Könyvvizsgáló Megbízó és képviselői számára a fentiekben megfogalmazott célra készült és ettől eltérő módon nem használható fel, továbbá nem tehető hozzáférhetővé harmadik személyek részére és nem hozható nyilvánosságra semmilyen formában sem.

1.4 Felhasznált információk

- A Társaság tulajdonrészeinek értékeléséhez szükséges információkat a Társaság ügyvezetője által átadott elektronikus dokumentumokból (a Társaságok időszaki beszámolóí, az üzleti tervidőszakra vonatkozó bevételi és költség előrejelzések, az általunk feltett kérdésekre adott írásbeli válaszok), valamint nyilvánosan elérhető információkból (cégjegyzék, elektronikus beszámoló portál, a Társaság honlapja) merítettük. Az értékelés elvégzése során a Társaság ügyvezetője részéről átadott információkat, mint input adatokat használtuk fel a Társaság piaci értékének meghatározásához. A fenti dokumentumok által tartalmazott információkat elemzésünkben, mint hiteles adatokat használtuk és úgy támaszkodtunk ezekre az adatokra, mint amelyek minden lényeges vonatkozásban teljesek és pontosak. A Társaság pénzügyi kimutatásaiért a Társaság vezetése tartozik felelősséggel.

1.5 A Társaság 2,34 %-os üzletrészeének piaci értéke

- Az értékelés során a Társaság üzletrészeének piaci értékét az értékelés időpontjára (2021. szeptember 1.) vonatkoztatva diszkontált cash-flow módszerrel állapítottuk meg. A diszkontált cash-flow módszerhez a Társaság ügyvezetője által rendelkezésünkre bocsátott bevételi és költség előrejelzések alapján összeállított 5 éves eredményterveket vettük alapul, és egészítettük ki a Társaság osztalékfizetési képességére vonatkozó további számításokkal. Az így megállapított érték a Társaság saját tőkeértékét mutatja az értékelés időpontjában, a jövőbeni jövedelemtermelő képessége alapján.
- Az értékelés során a jelenlegi jogszabályi környezetből, a Társaság jelenlegi piaci környezetéből és működési feltételeiből indultunk ki. Amennyiben ezek a külső és belső feltételek jelentősen módosulnak, úgy az általunk becsült saját tőkeérték is jelentősen változhat.
- A fent leírtakat figyelembe véve a Társaság 2,34 %-os üzletrészeének piaci értéke a 2021. szeptember 1 -i értékelési napra vonatkoztatva, kerekítve
37,4 M Ft.
- Felhívjuk a figyelmet, hogy a jelentésben megállapított piaci érték csak az itt részletezett feltételezések és korlátozások mellett ad reális képet a Társaság üzletrészeének piaci értékéről.

Budapest, 2021. szeptember 15.

Ernst Gábor
ügyvezető igazgató

2.. Az értékelés módszertana

DRAFT

2.1 Az értékelés módszertana

- A jelen értékelés elkészítése során felhasználtuk mindazon hazai és nemzetközi gyakorlatban ismert módszereket, melyek lehetővé teszik működő vállalatok, ill. üzlet- és vagyonrészek értékének nagy biztonságu becslését. Ezen módszerek alapvetően a Nemzetközi Értékelési Tanács (International Valuation Standards Council) által közétett vállaltértékelési módszereket jelentik. Az általunk megállapított értékek a Társaságra, mint működő vállalkozásra vonatkoznak, figyelembe véve az értékelendő tulajdonrészt.
- Egy cég tulajdonrészei, illetve az ezeket megtestesítő értékpapír-csomagok piaci értékének meghatározásához három, széles körben elfogadott értékelési megközelítés áll rendelkezésre: a piaci megközelítés, a jövedelem alapú megközelítés és a költség alapú megközelítés. Mindhárom megközelítés az ár-egyensúly, a várt jövőbeni hasznosságok, illetve a helyettesítés közgazdasági alapelveire épül (IVS 105, 10.1.).
- A jövedelem alapú megközelítés a szóban forgó eszköz vagy társaság (tulajdonrész) által generált jövőbeni jövedelmek alapján határozza meg a piaci értéket (IVS 105, 40.1.). Alapvetés a jövedelemalapú megközelítés esetében, hogy a befektetők a vállalt kockázatnak megfelelő megtérülést várnak el egy eszközbe történő befektetéstől (IVS 105, 40.4.).
- A piaci megközelítés hasonló eszközök árazása alapján határozza meg a piaci értéket (IVS 105, 20.1). A piaci megközelítés alkalmazása során általában szorzószámok segítségével történik az eszközök összehasonlíthatóvá tétele.
- A költség alapú (nettó eszköz alapú) megközelítés egy társaság értékét a gazdasági tevékenység folytatásához szükséges eszközök, vagy eszközcsoportok piaci értékének, valamint az ezeket terhelő kötelezettségek értékének különbözete alapján becsli.
- **Tekintettel arra, hogy a Társaság nyereségesen működik, valamint, hogy a működtetése kapcsán a jövőben realizálandó jövedelmek nagy valószínűséggel előre jelezhetőek, a Társaság saját tőkeértékét a jövedelem alapú megközelítéssel határoztuk meg.** Másodlagos megközelítésként, a jövedelem alapú értékelés ellenőrzésére alkalmazható a piaci megközelítés is, amennyiben rendelkezésre állnak megfelelő adatok. Jelen esetben élelmiszeripari tranzakciókról szorzószámok sem Magyarországról, sem a régióból nem állnak publikusan rendelkezésre, egyéb iparágak tekintetében pedig az elérhető adatok korrekció nélkül nem lennének alkalmazhatók. A szorzószámok bizonytalansági foka miatt ezt a módszert csak a jövedelmezőség alapján megállapított piaci érték nagyságrendi ellenőrzése céljából alkalmaztuk. A nettó eszköz alapú módszer alkalmazását elvetettük, mivel a Társaság működése eredményes és jól tervezhető.
- Üzletértékelés esetén a jövedelem alapú megközelítés egyik legelterjedtebb módszere diszkontált cash-flow alapú megközelítés, mely során az eszköz előre jelzett pénzáramlásai kerülnek vissza diszkontálásra az értékelés időpontjára (IVS 105, 50.2). **A Társaság saját tőkéjének 2,34 %-os üzletrészére vonatkozó piaci értékét akként határoztuk meg, hogy a vállalati szintű pénzáramlások („FCFF”) jelenértékéből levontuk a Társaság értékelés időpontjában fennálló nettó hitelállományának értékét.**

2.2 Az érték meghatározása a jövedelemtermelő képesség alapján

- Egy vállalkozás tulajdonrészei, illetve az azokat megtestesítő értékpapírok értékének meghatározására a nemzetközi értékelési gyakorlatban az adott társaság által a jövőben termelt pénzáramlásokon alapuló módszerek használata terjedt el (DCF). A jövedelemtermelő képesség vizsgálatán alapuló módszerek a befektetett tőke megtérülési lehetőségeit elemzik. Ezen módszerek a jövőben várhatóan képződő, szabad rendelkezésű pénzmennyiség jelenérték számításán alapulnak. A jelenérték az a jelenbeni egyösszegű pénzérték, amelyet a befektetők egyenértékűnek tekintenek a vizsgált eszköz vagy vállalat által megtermelt, különböző jövőbeni időszakokban esedékes részletekből álló szabad pénzáramlással. A tőkepiaci befektetőket döntéseikben csak a társaság várható jövőbeni pénzáramlásait befolyásoló események vezérlik, a számviteli eredményre ható változásokat - melyet a tőkepiac az egy részvényre jutó adózott eredmény (EPS) változásával mér - a részvényárfolyamok alakulása csak annyiban tükrözi, amennyiben az a jövőben várható cash flow alakulást befolyásolja.
- Azt az eljárást, amelynek alapján a jövőbeni szabad pénzáramlás (több, különböző jövőbeni időszakokban esedékes szabad pénzbevételek) összesített jelenbeni értékét határozzuk meg, tőkésítésnek (diszkontálásnak) nevezzük. A DCF alapú üzletértékelés szerint a vállalat értékét a jövőbeli várható pénzáramlásoknak a vállalatba befektetők által elvárt (a befektetés kockázatosságának és futamidejének megfelelő) hozammal diszkontált értéke határozza meg. Az ún. entitás DCF modell a vállalat pénzáramait két részre osztja: a tulajdonosok részére történő pénzáramlás (osztalékként is kifizethető szabad cash flow) jelenértéke a vállalat saját tőkéjének értéke, a hitelezők felé történő pénzáramlás jelenértéke pedig a vállalati adósság értéke.
- A vállalati saját tőke értéke kifejezhető, mint a vállalat üzleti tevékenysége értékének (mely a vállalat saját tőkéjébe és adósságaiba - például kötvényeibe- befektetők számára rendelkezésre álló érték), valamint a felvett hitelekkel kapcsolatos pénzügyi áramlások jelenértékének különbsége, melyet még korrigálnunk kell a vállalat működéséhez nem kapcsolódó (a jövőbeli cash flow megtermelésében részt nem vevő) eszközök értékével.

- A vállalat által a jövőben generált azon pénzáramokat, melyek a vállalat működésének finanszírozói részére (tulajdonosok és hitelezők) rendelkezésre állnak, szabad cash flow-nak nevezzük. A vállalat üzleti tevékenységének eredményeként keletkező, a vállalat üzleti értékének megállapításakor kiindulópontként használt adott évi szabad cash flow kiszámítása a következőképpen történik:
 - + az üzleti eredmény
 - a hitelkamatok adópajzs hatásával korrigált társasági adó
 - + a pénzkidással nem járó elszámolt költségek (amortizáció)
 - tevékenység folytatása során a tárgyi eszközökbe és egyéb eszközökbe történt befektetések
 - a működő tőke változás
 - = szabad cash flow
- A DCF alapú üzletértékelés során elkészített előrejelzéseket célszerű két részre bontani, egy explicit módon előre jelzett időszakra és a társaság életének ezt követő részére (maradványérték-időszak, az ún. tipikus év).
- Az explicit előrejelzési periódusnak olyan hosszúnak kell lennie, hogy az időszak végére a társaság stabil állapotot érjen el, azaz: a vállalat működése állandó hozamot termeljen minden, a maradványérték-időszakban eszközölt tőkebefektetése után, valamint a társaság adózott eredményének mindig ugyanakkora hányadát fektesse be újra. Ennek megfelelően az explicit előrejelzési időszak hosszát az iparágtól és konkrét társaságtól függően kell megválasztani.
- A becsült időszakot követő időszakra jellemző, átlagos jövedelmezőségűnek tekintett évben keletkező pénzmennyiséget szintén jelenértékre diszkontáltuk, majd tőkésítettük az előzőleg meghatározott tőkésítési rátával. A két érték összege adja a társaság értékelés napjára vonatkozó becsült piaci értékét.
- Az értékelés alapjául a Társaság ügyvezetője által rendelkezésünkre bocsátott, a Társaság bevételi és költség előrejelzések alapján készített 5 éves eredménytervei szolgáltak.

2.3 A diszkontráta meghatározása

- A Társaság pénzáramlásának előrejelzése mellett a pénzáramlás jelenértékének számításához szükséges diszkontráta megállapítása. A DCF modell koncepciója alapján a diszkontrátának tükröznie kell a vállalat befektetői (a vállalat tulajdonosai és hitelezői) által elvárt hozamokat, az összes forráshoz való hozzájárulás arányában. Ezt legjobban a **súlyozott átlagos tőkeköltség mutató (WACC)** fejezi ki. A súlyozott átlagos tőkeköltség a következő összefüggés alapján számítható ki:

- $WACC = rE \cdot \frac{E}{V} + rD \cdot \frac{D}{V} \cdot (1-T)$ ahol
 - rE : a saját tőke alternatíva költsége
 - rD : az igénybe vett hitelek (súlyozott) költsége
 - E : a saját tőke üzleti értéke
 - D : a kamatfizetési kötelezettséggel terhelt adósság értéke
 - V : a vállalat üzleti értéke $= E + D$
 - T : a társasági adókulcs
- Tökéletesen működő tőkepiacon érvényesül Modigliani-Miller I. tétele, egy vállalat összes eszközének tőkeköltsége ($WACC=rA$) és a vállalat értéke nem függ a finanszírozási szerkezet változásától, mivel a vállalat üzleti értékét nem az általa kibocsátott értékpapírok, hanem forrásainak befektetési módja határozza meg. A finanszírozási szerkezet (tőkeáttétel) változásával azonban megváltozik a részvényesek által elvárt hozam (az idegen tőke/saját tőke hányadossal arányosan), mivel annak az üzleti mellett a pénzügyi kockázatot is tükröznie kell. A tőkeáttétel változása a visszafizetési kockázat változásán keresztül hatással van a hitelek költségére is.
- A saját tőke után a befektetők által elvárt hozam kiszámításához általában a CAPM (tőkepiaci árfolyamok modellje) elméletet alkalmazzák. A portfólió elmélet alapján az egyedi befektetések diverzifikációja révén minden befektető kialakíthat egy ún. hatékony piaci portfóliót mely adott kockázati szint mellett a legnagyobb várható hozamot képviseli. Ez a hatékony portfólió, mely semlegesíti az értékpapírok egyedi kockázatát és csak a kiküszöbölhetetlen szisztematikus, vagy piaci kockázatot képviseli. Az elmélet következménye, hogy miután a piac nem díjazza a befektetés egyéni kockázatát (mivel az a diverzifikáció révén kiszűrhető) egy adott értékpapír kockázatán annak piaci kockázatát értjük, vagyis azt, hogy milyen érzékenyen reagál a piaci mozgásokra. Az érzékenységi (és a kockázat) mérőszáma a β , melynek értéke egy átlagos piaci kockázatú részvény esetében 1.
- A CAPM elmélet értelmében minden befektetés kockázati díja arányos a β értékével és az ún. értékpapír-piaci egyenes mentén helyezkedik el. Az összefüggést a következő egyenlet írja le:
 - $r_e - r_f = \beta_e \cdot (r_m - r_f)$ ahol
 - r_e az adott értékpapír hozama
 - r_f a piacon elérhető kockázatmentes hozam
 - r_m a piaci portfólió hozama
 - β_e pedig a részvény tőkeáttétel hatást nem tartalmazó, tisztán üzleti kockázatának mérőszáma.

A piacon elérhető kockázatmentes befektetés β értéke zérus, r_f értékét leggyakrabban állampapírok hozamával azonosítják. A piaci portfólióba történő befektetés β értéke 1, a piaci r_m hozam és a kockázatmentes hozam különbsége, a piaci kockázati prémium ($r_m - r_f$), amely érték a Damodaran kockázati prémiumokra vonatkozó 2020. decemberi számítása alapján 6,91 %. A saját tőke hozamának meghatározásához használatos β_E a saját tőke tőkeáttétel nélküli β -ja. Annak a portfóliónak a β -ja, mely a vállalat finanszírozását szolgáló értékpapírokat testesíti meg a következőképpen számítható:

- $\beta_A = D/V * \beta_D + E/V * \beta_E$ ahol
 - β_A : a vállalat összes forrásának β -ja
 - β_D : a kamatozó idegen források β -ja
 - β_E : a saját tőke β -ja
- A hitelezők kockázata jóval alacsonyabb, mint a részvényeseké, első osztályú adósok esetén β_D értéke lényegében zérus. A fenti összefüggés alapján számítható β_E értéke.
 - Miután így meghatároztuk r_E értékét, a WACC alapú diszkontráta meghatározásához szükséges további input paramétereket (E/V , D/V) a Társaság 2021. június 30-án fennálló finanszírozási szerkezetei alapján számítjuk ki. A kamatozó idegen tőke piaci értéke esetében elfogadjuk a könyv szerinti értéket, a saját tőke esetében annak piaci értékét vettük alapul. Az értékelés során figyelembe vett saját tőke/idegen tőke arány 79 %- 21 % volt a Társaság esetében.
 - A diszkontráta meghatározásához a WACC alapú diszkontrátát használtuk, tekintettel arra, hogy az értékelés időpontjában a Társaság hitelekkel rendelkezett (536,5 M Ft hosszúlejáratú hitelállomány és 79 M Ft lízingállomány). A diszkontráta meghatározását az alábbi táblázat szemlélteti:

Diszkontráta	5 év	tipikus év
kockázatmentes hozam*	2,55%	3,08%
saját tőke bétája (β)**	0,67	0,67
piaci kockázati prémium**	6,91%	6,91%
saját tőke költsége	7,18%	7,71%
adósság költsége	3,84%	4,37%
WACC	6,40%	6,92%
addicionális kockázat	2,00%	2,00%
nominális diszkontráta	8,40%	8,92%

*ÁKK referenciahozamok, 2021. szeptember 7

**Damodaran online (beta Europe, market risk premium 2021. szeptember)

- Az üzleti terv megvalósíthatóságának kockázata miatt az értékelés során 2 % addicionális kockázattal számoltunk a tervidőszak során. Az addicionális kockázat mértékét az alábbi tényezők indokolják:
- A Társaság árbevételeinek 90 % feletti része származik egy nagy vevőtől, így e vevő esetleges kiesése rövid távon gondot okozhat az értékesítésben,
- A jelentés elkészítésének időpontjában Magyarországon is tapasztalható a COVID-19 koronavírus járvány. A járvány következtében életbe léptetett korlátozások jelentős hatást gyakorolnak az ország gazdasági teljesítményére, a közeljövő gazdasági folyamatainak megnövekedett kockázatának figyelembevétele indokolt a diszkontrátában.

3. A Társaság 2,34 %-os üzletrésznének értékelése

DRAFT

3.1 A Társaság tevékenységének bemutatása

- A Társaság a Komárom és Környéke Sütőipari Vállalat privatizációjával jött létre, 1993. május 31-én, azóta működik ebben a formájában.
- 1993-ban 300 dolgozóval és 210 M Ft-os árbevétellel kezdett el működni a Társaság, 2020-ra az árbevétel – a dolgozói létszám megtartása mellett – 7,6 Mrd Ft-ot ért el.
- A Társaság jelenleg két telephellyel, vagyis két termelő üzemmel rendelkezik, Komáromban és Kisbéren. A komáromi üzemben hagyományos napi friss sütőipari termékek gyártása folyik: kenyér, kifli, zsemle, kalácsok, valamint a 2020-as beruházásnak köszönhetően egy automatizált gyártósoron toast termékek gyártása folyik. A kisbéri üzemben fagyasztott termékeket állítanak elő.
- A Társaság infrastruktúrája megfelelő szinten áll, jelentős beruházásokat végeztek az utóbbi években, mindkét telephelyen. A beruházások megvalósításához pályázatokon vett részt a Társaság, 2019-ben egy 280 M Ft értékű vissza nem térítendő támogatást nyertek el. 2021-ben is pályázott a Társaság, a Pénzügyminisztérium által meghirdetett Nagyvállalati Beruházási Támogatási Program keretében, ahol 333,2 M Ft támogatást nyert el a Társaság, az értékelés időpontjában még nem kötötték meg a szerződést erre a keretre.
- A Társaság belföldre értékesít, export tevékenységet nem folytat. 2020-ban az értékesítés 96 %-a a Társaság legnagyobb vevője részére történt, ez nagyon magas koncentrációt jelent, a vevő elvesztése meglehetősen nagy kockázatot jelent.
- A Társaság tulajdonosi szerkezetét az alábbi táblázat mutatja be:

Tulajdonos megnevezése	Jegyzett tőke, M Ft	tulajdoni arány
Üzletviteli és Befektető Kft.	67 970	57,66%
Goodmills Magyarország Kft.	44 630	37,86%
Komárom Város Önkormányzata	2 760	2,34%
Kisbér Város Önkormányzata	1 590	1,35%
Dolgozói közös üzletrészek	940	0,80%
Összesen	117 890	100%

- Komárom Város Önkormányzata 2.760 ezer forint nagyságú üzletrésszel rendelkezik, amely 2,34%-os tulajdoni aránynak felel meg.

- A Társaság által foglalkoztatott létszám 274-252 fő között alakult a 2017-2020. közötti időszakban.
- A Társaság az elmúlt években nyereségesen működött, főbb pénzügyi mutatóit az alábbi táblázatban mutatjuk be:

ezer HUF	2018.	2019.	2020.
befektetett eszközök	2 521 376	2 838 459	3 237 095
tárgyi eszközök	2 520 741	2 832 370	3 233 698
forgóeszközök	1 442 024	1 750 701	1 869 130
készletek	214 591	247 280	271 520
követelések	639 898	830 506	769 333
pénzeszközök	587 535	672 915	828 277
eszközök összesen	3 967 769	4 591 545	5 110 632
saját tőke	2 608 075	2 871 741	3 324 611
hosszúlejáratú kötelezettségek	378 252	440 371	516 258
rövid lejáratú kötelezettségek	967 854	1 278 825	995 601
rövid lejáratú hitelek	104 603	246 188	107 508
kötelezettségek áruszállításból	634 994	885 258	706 320
források összesen	3 967 769	4 591 545	5 110 632
működő tőke ellátottság	11,95%	10,28%	17,09%
likviditási gyorsráta	1,27	1,18	1,60

- A Társaság eszközeinek 62-63,5 %-át tették ki a befektetett eszközök, 36,3-38 %-át pedig a forgóeszközök a bemutatott időszakban. A tárgyi eszközök állománya jelentősen növekedést mutatott az időszakban, mivel a Társaság az elnyert támogatási forrásoknak köszönhetően jelentős eszközfejlesztéseket hajtott végre. A tárgyi eszközök között található a Társaság két telephelyének ingatlanjai, valamint a műszaki berendezések, gépek.
- A forgóeszközök 15 %-át a készletek teszik ki. A készletek forgási sebessége 11-13 napos a bemutatott időszakban. A vevőállomány a forgóeszközök 38-42 %-át tette ki az időszakban, a vevők forgási sebessége 34-36 napos, a készletforgással együtt meglehetősen állandó.

A forrásoldalon a saját tőke tette ki az összes forrás 63-66 %-át a bemutatott időszakban, amely az idegen források részarányának kisebb emelkedésével együtt meglehetősen stabil finanszírozási szerkezetre utal. Hosszúlejáratú (beruházási és fejlesztési) hitele 536,5 M Ft értékben volt a Társaságnak 2021. június 30-án (ennyi volt a tőkekintlévőség összege), emellett 79,5 M Ft lízing kötelezettsége áll fenn a Társaságnak a különféle gépjárművek finanszírozása kapcsán. A szállítók forgási sebessége 50-60 nap között mozgott az időszakban.

- A Társaság egyrészt viszonylag magas tőke, illetve pénzlekötés mellett működik, mivel magas befektetett eszköz- és készletállománnyal működik. A működő tőke lekötés is emelkedett az elmúlt években. Ugyanakkor likviditási helyzete megfelelő, likviditás menedzsmintje hatékony, mivel a jól használja a szállítói finanszírozást. Likviditási mutatói jók, a gyorsráta is rendre 1 feletti értéket mutatott a vizsgált időszakban. A Társaságnak sem lejárt vevőkövetelése, sem határidőn túli, vagy lejárt szállítói tartozásai sincsenek.
- A Társaság a vizsgált időszakban eredményesen működött, az alábbi táblázatban bemutatjuk jövedelmezőségi és hatékonysági mutatóit:

Megnevezés	ezer HUF	2018.	2019.	2020.
Értékesítés nettó árbevétele		6 613 461	7 647 769	7 616 138
üzemi tevékenység eredménye		172 536	271 556	455 713
üzemi tevékenység/árbevétel		2,61%	3,55%	5,98%
adózott eredmény		153 619	263 665	452 781
adózott eredmény/árbevétel		2,32%	3,45%	5,95%
EBIDTA		474 719	580 266	783 639
EBITDA/árbevétel		7,18%	7,59%	10,29%
1 főre eső árbevétel		26 348	32 269	30 223
1 főre eső üzemi eredmény		687	1 146	1 808

- Az árbevétel 16 %-os növekedést mutatott 2018-ról 19-re, és gyakorlatilag ugyanezt a szintet érte el 2020-ban. A Társaság csak belföldre értékesít, exportot nem folytat. Belföldön az árbevétel 95%-a egy nagy vevőtől származik, ami nagyon magas vevőkoncentrációt jelent.

Könyvvizsgáló ■ **ny** Az üzemi tevékenység eredménye a 2018-as 2,61 %-ról 5,98 %-ra nőtt 2020-ban, a Társaság javította jövedelmezőségét az elmúlt időszakban. Az EBITDA (kamat, adófizetés és amortizáció levonás előtti eredmény, üzemi eredmény+amortizáció) a 2018-as 474 M Ft-ról 784 M Ft-ra nőtt 2020-ban, ami jelentős eredményjavulás.

- A hatékonysági mutatók tekintetében a Társaság jelentősen növelte az egy főre eső eredmény termelést, azonos árbevétel szint mellett.
- Az eredménykimutatás részleteit a következő fejezetben, a tervekkel összevontan mutatjuk be.

3.2 A Társaság üzleti terve

- Az értékelés alapját a Társaság ügyvezetője által részünkre átadott, bevételi és költség előrejelzések figyelembevételével készített üzleti terv adta. Az értékelés során a részünkre átadott írásbeli információkból származó gazdasági eseményeket vettük figyelembe.
- A Társaság a vizsgált időszakban árbevételét kisebb mértékben, eredményességét viszont nagyobb mértékben tudta növelni. Az anyagjellegű ráfordítások az árbevételhez viszonyítva némileg csökkentek, 70,5 %-ról 68,4 %-ra. A személyi jellegű költségek árbevételhez viszonyított részaránya viszont 2019-ről 2020-ra nőtt, elérte a 20,2 %-ot. ennek oka az átlagbérek növekedése volt.
- Az üzemi eredmény a 2018-as 172,5 M Ft-ról 455 M Ft-ra nőtt 2020-ban, amely 264 %-os növekedésnek felel meg, ezzel a jövedelmezőség 2,61 %-ról 5,98 %-ra nőtt. Ez a jövedelmezőség némileg elmarad az iparági átlagtól.
- A Társaság a fejlesztéseket beruházási és fejlesztési hitelek segítségével, illetve pályázati támogatások felhasználásával finanszírozza. A Társaság eredményezősége megfelelő keretet biztosít a kamatok és a hitelek törlesztésére.
- Az alábbi táblázat a Társaság tény eredménykimutatását mutatja 2018-2020-ra, valamint az üzleti tervet a 2021-25-ös időszakra:

Vita-Sütő Kft.	tény			terv				
Eredménykimutatás ezer HUF	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.	2023.	2024.	2025.
belföldi értékesítés árbevétele	6 613 461	7 647 769	7 616 138	7 844 622	8 079 961	8 403 159	8 655 254	8 914 912
export értékesítés árbevétele	0	0	0	0				
árbevétel összesen	6 613 461	7 647 769	7 616 138	7 844 622	8 079 961	8 403 159	8 655 254	8 914 912
AST	15 520	11 587	-9 475	6 000	0	0	0	0
egyéb bevételek	34 302	8 078	60 127	40 566	35 258	49 333	49 333	49 333
anyagjellegű ktg összesen	4 658 557	5 401 635	5 208 090	5 569 682	5 696 372	5 924 227	6 101 954	6 285 013
személyi jellegű ráf összesen	1 309 753	1 396 135	1 537 554	1 611 970	1 752 218	1 828 585	1 886 763	1 951 941
értékcsökkenés	302 183	308 710	327 926	354 571	351 651	314 749	276 089	223 238
egyéb ráfordítások	220 254	289 398	137 507	141 631	161 599	168 063	173 105	178 298
üzemi eredmény	172 536	271 556	455 713	213 334	153 379	216 868	266 676	325 755
pü bevételek	1 794	3 287	7 307	3 100	3 100	3 100	3 100	3 100
fizetendő kamatok	10 961	6 986	5 038	7 291	14 816	11 861	9 601	7 240
egyéb pü ráfordítások	3 997	4 192	5 201	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000
pü műveletek eredménye	-13 164	-7 891	-2 932	-9 191	-16 716	-13 761	-11 501	-9 140
adózás előtti eredmény	159 372	263 665	452 781	204 143	136 663	203 107	255 175	316 615
adófizetési kötelezettség	5 753	0	0	0	2 300	3 280	7 966	13 495
adózás utáni eredmény	153 619	263 665	452 781	204 143	134 363	199 827	247 209	303 120
EBITDA	474 719	580 266	783 639	567 905	505 030	531 617	542 765	548 993
adósság/EBITDA	1,02	1,18	0,80	1,08	1,22	1,16	1,13	1,12

- Az üzleti terv a Társaság korábbi tevékenységére és piacaira épül, jelentősebb szerkezeti változással nem számoltak. Az árbevétel tervezése során éves 3 %-os növekedést vettek figyelembe. Az árbevételen belül a hagyományos sütőipari termékek 4,3 %-os, a csomagolt tartós termékek 29 %-os, a fagyasztott termékek 58 %-os és az egyéb termékek 8 %-os részaránnyal rendelkeztek 2020-ban.
- A korábbi évek jó együttműködése és az elvégzett termékfejlesztések következtében a Társaság egy nagy vevővel rendelkezik, aki a teljes értékesítés több, mint 90 %-át reprezentálja. Ez nagyon jelentős vevőkoncentrációt jelent, a vevő elvesztése esetében új piacot kellene találni a teljes termékkörnek.
- Az üzleti terv az eddigi tendenciák kivetítésén alapul a költség szerkezetet tekintve is: az anyagjellegű költségek az árbevétel 70,5 %-át teszik ki, míg a személyi jellegű költségek az árbevétel 21-122 %-át teszik ki. Létszám bővüléssel a terv nem
- A fenti tendenciák következtében a jövedelmezőség az árbevétel 3 % – 3,65 %-a között alakul, stabil szintű jövedelmezőséget biztosítva a Társaság működésének. A jövedelmezőség a 2020-ban elért szint alatt marad mindvégig terv során.
- Az üzemi eredmény fedezetet nyújt a hitelkamatok fizetésére és az EBITDA/árbevétel mutató a 6,5 % körüli szinten alakul a tervidőszakban.
- A terv a magyar számviteli és adózási elveknek megfelelően, a jelenleg érvényes adózási mértékek figyelembevételével készült. A tervben figyelembevételre kerültek a Társaság számára elérhető adókedvezmények is.

3.3. Cash flow módosító tételek

- Az értékelés alapjául szolgáló üzleti terv az értékelés időpontjában várható jövőbeli kilátások számszerűsítését tartalmazza. A jövőben ténylegesen megvalósuló gazdasági folyamatok számszerűsített hatása a tervezettől pozitív és negatív irányban is eltérhet, melynek eredményeként az általunk becsült érték módosulhat.
- A cash flow számítás során figyelembe vesszük a tervidőszak során szükséges beruházásokat. A cash flow számítás során a tervidőszakban csak a szintfenntartó beruházással számoltunk, melynek összege rendre azonos az amortizáció összegével. A beruházások összege a tipikus évben is megegyezik az értékcsökkenés értékével.
- A Társaságnak nincsenek folyamatban lévő peres ügyei. Költségvetési kapcsolatai rendezettek, mivel kiemelt adózó, rendszeresek az adóvizsgálatok, a legutóbbi vizsgálat 2019-ben volt (a 2017-es évet vizsgálták, a megállapítások nagyságrendje 345 ezer Ft volt).
- A Társaság, mint vállalkozás piaci értéke a jövedelemtermelő képessége alapján, kerekítve, 2,9 Mrd Ft, amely tartalmazza a külső finanszírozás értékét is. Ennek megfelelően, ebből az összegből levontuk a Társaság 2021. június 30-i hosszúlejáratú hitelállományának piaci értékét, így kapjuk meg a Társaság saját tőke értékét. A hitelkamatok adópajzs hatását a számítás során figyelembe vettük.

A Társaság az értékelés időpontjában nem rendelkezett olyan eszközökkel, illetve többlet készpénzállománnyal, melyek ne lettek volna szükségesek a Társaság működéséhez, ezért további korrekciókat nem végeztünk ezen a címen.

- A fentiek alapján a Társaság 100 %-os tulajdoni hányadát megtestesítő üzletrész piaci értékét az értékelés időpontjára (2021. szeptember 1.) vonatkoztatva diszkontált cash-flow módszerrel állapítottuk meg. Az értékelés alapjául a Társaság által készített 5 éves üzleti terv és az annak alapján számított cash flow szolgált. **A Társaság 100 %-os tulajdoni hányadának piaci értéke az értékelés időpontjában, 2,283,5 ezer Ft.** (Az értékelést bemutató táblázat a mellékletben látható.)

3.4. A Társaság piaci értéke összehasonlítás alapján

- A tőkepiaci összehasonlítás keretében a piacokon elérhető nyilvános tranzakciós, illetve pénzügyi adatok elemzése, összevetése alapján becsüljük a társaság értékét. Ilyen tipikus adatok, illetve mutatószámok a P/E (price/earnings, az adott cégért fizetett vételár/a cég eredménye), EV/EBIT vagy EV/EBITDA (az adott cégért fizetett vételár/üzemi eredmény vagy üzemi eredmény+amortizáció, az. Ún. EBITDA szorzó), EV/sales (az adott cégért fizetett vételár/éves árbevétel). Ezek az adatok tőzsdei cégek esetében rendre nyilvánosan hozzáférhetők és visszakereshetők, nem tőzsdei tranzakciók esetében különböző adatbázisokban, sajtóban megjelent információkból kereshetők (nemzetközi M&A – cég adásvételi - adatbázisok).
- A piaci összehasonlításon alapuló értékelést elsősorban azért végeztük el, hogy nagyságrendileg ellenőrizhető legyen az értéktartomány, ezen módszer használatát erősen korlátozza ugyanis az összehasonlítás szempontjából figyelembe vehető tranzakciók száma, illetve a tranzakciós adataik hozzáférhetősége, dokumentáltsága. Nemzetközi összehasonlítást nem végeztünk, tekintettel a jelentősen különböző működési nagyságrendekre és az eltérő piaci körülményekre.
- A Társaság főbb versenytársai a Ceres Sütőipari Zrt., a Zalaco Sütőipari Zrt., a Nyírség-Hasso Kft. és a Lipóti Pékség Kft. A versenytársak is eredményesen működtek az utóbbi években, kivéve a Ceres Sütőipari Zrt-t, amely a 2020-at megelőző években veszteséges volt. Az alábbi táblázat bemutatja a Társaság, illetve a fent felsorolt versenytársainak néhány kiemelt pénzügyi mutatóját. A mutatók mind a Társaság, mind a versenytársak esetében a 2019-2020-as lezárt pénzügyi évek nyilvános adataiból számolt átlagok.

	átlag	átlag
Mutatók, ezer HUF, %	Vita-Sütő	versenytársak
árbevétel	7 631 954	8 250 264
üzemi eredmény	363 635	506 098
adózott eredmény	358 223	527 655
üzemi eredmény/árbevétel	4,77%	6,31%
EBITDA	681 953	689 841
egy főre eső EBITDA	2 779	3 400
EBITDA/árbevétel	8,94%	8,91%

- Mint a táblázatból is látható, a Társaság átlagos árbevétele némileg alatt marad a versenytársakénak, akárcsak üzemi és adózott eredménye. A versenytársak átlagosan 6,31 %-os üzemi szintű jövedelmezőséggel működtek az elmúlt 2 évben. Az EBITDA-t tekintve a Társaság és a versenytársak azonos szinten voltak, mind az összeget, mind az árbevételre vetített szintet tekintve, egy főre eső EBITDA esetében a versenytársak átlaga elérte a 3,4 M Ft-ot, míg a Társaság a 2,8 M Ft-ot. Tekintve az iparági átlagokat, van még további tér a Társaság számára jövedelmezőségének javítására.
- A piaci szempontú saját tőkeérték megállapítása szempontjából egy jellemző mutatószámot (szorzószámot) választottunk, amely összpiaci szinten a legjobban reprezentálja a vevők értékítéletét, ez a cégérték/EBITDA (EV/EBITDA) szorzó. Azt mutatja meg, hogy egy adott piacon egy adott időszakban az EBITDA hányszorosán cseréltek gazdát a vállalatok, illetve üzletrészeik, részvénytársaságjaik. Az adott piac vonatkozásában az időszakban lebonyolított tranzakciók adatai alapján számítják ezt a szorzót. Magyarország vonatkozásában a Concorde Értékpapír Zrt. által készített elemzést használjuk, az adatok a 2016-18-as időszak megfigyelésein alapulnak. Ennek értelmében a hazai tranzakciók esetében az átlagos EV/EBITDA szorzó 4-7 között alakult. Az alábbi táblázat az EV/EBITDA alapú szorzószámok értékelés eredményét mutatja be:

átlagos magyar tranzakciós szorzószám alapján	EV/EBITDA	EV/EBITDA
	4	7
Társaság normalizált EBITDA értéke, M HUF	591	591
saját tőke érték, EV/EBITDA szorzó alapján, M HUF	2 364,4	4 137,6

- Az EBV/EBITDA alapú szorzószámok értékeléséhez kiszámítottuk a Társaság normalizált EBITDA-ját, melynek során a Társaság 2017-2020 közötti EBITDA értékeinek átlagát vettük, majd ezt az értéket szoroztuk meg az átlagos piaci szorzószámmal két szélső értékével, 4-el és 7-tel. Ennek eredményeképpen a 2.264,4 -4.137,6 M HUF értéket kaptuk, amely alapján a Társaság 100 %-os üzletrésze piaci értéke ebbe az értéktartományba tehető.

3.5. A 2,34%-os üzletrész piaci értéke

- Mivel a piaci összehasonlító, szorzószámok értékelést abból a célból végeztük, hogy nagyságrendileg ellenőrizzük a Társaságnak jövedelemtermelő képessége alapján számított piaci értékét, megállapíthatjuk, hogy a Társaság jelenlegi működése, jövedelemtermelő képessége alapján kalkulált saját tőke értéke – 2.283,5 M Ft – benne van a fenti értéktartományban. A 2,34 %-os üzletrész piaci értékének meghatározása során ebből a saját tőke értékéből indulunk ki.
- A 2,34 %-os üzletrész piaci értékének meghatározásához a fenti saját tőke értéknek az üzletrészre vetített arányos számítása mellett kisebbségi és likviditási diszkontot is figyelembe vettünk. Ennek indoka, hogy a tekintettel a Társaság tulajdonosi szerkezetére, a 2,34 %-os üzletrész tulajdonosának nincs befolyása a Társaság stratégiai döntéshozatalára, sem az osztalékfizetésre vonatkozó döntés meghozatalára, hiszen ezeket a döntéseket 75 %-os többségi szavazattal lehet meghozni. Az 50 % alatti szavazati arányt biztosító üzletrész jóval kisebb értéket képvisel, mint az irányítási jogokat nyújtó többségi részesedés, ezt fejezi ki a kisebbségi diszkont. A korlátozott értékesíthetőség miatti diszkontot ugyancsak indokolt figyelembe venni, hiszen a Társaság nem nyilvánosan működő cég, üzletrészeinek forgalomképessége korlátozott.
- E két korlátozó tényező miatt a piacon 15-30 % közötti diszkontot szokás alkalmazni, a Társaság esetében 30 % -os kisebbségi és likviditási diszkontot vettünk figyelembe, tekintettel arra, hogy a Társaság esetében mindkét korlátozó tényező fennáll.
- Mindezek alapján Komárom Város Önkormányzatának a Társaságban meglévő 2,34 %-os üzletrészeinek piaci értékét az alábbiak szerint állapítjuk meg:

Társaság saját tőke értéke, ezer Ft	2 283 457
Értékesítendő tulajdoni hányad	2,34%
Értékesítendő tulajdoni hányad saját tőke értéke	53 460
kisebbségi és likviditási diszkont	30,00%
Értékelt tulajdoni hányad saját tőke értéke	37 422

- Az értékelés során a jelenlegi jogszabályi környezetből, tulajdonosi struktúrából és piaci helyzetből indultunk ki. Amennyiben ezek a külső és belső feltételek jelentősen módosulnak, úgy az általunk becsült saját tőkeérték is jelentősen változhat.

DRAFT

DRAFT

4. Melléklet

ezer HUF	2021	2022	2023	2024	2025	Tipikus év
(+) Üzemi tevékenység eredménye	213 334	153 379	216 868	266 676	325 755	325 755
(-) Adófizetési kötelezettség	0	2 300	3 280	7 966	13 495	29 318
(+) Értécsökkenés	354 571	351 651	314 749	276 089	223 238	223 238
(-) Beruházások	354 571	351 651	314 749	276 089	223 238	223 238
(=) ÉVES CASH-FLOW	213 334	151 079	213 588	258 710	312 260	296 437
WACC	6,40%	6,40%	6,40%	6,40%	6,40%	6,92%
Addicionális kockázat	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Nominál diszkontráta	8,40%	8,40%	8,40%	8,40%	8,40%	8,92%
Jelenérték faktor	0,9800	0,9041	0,8340	0,7694	0,7098	0,6517
ÉVES CASH FLOW JELENÉRTÉKE	209 075	136 589	178 140	199 053	221 637	193 175
JELENÉRTÉK (2021-2025)	944 494					
Tipikus év jelenértéke 2021	193 175					
Hosszútávú növekedési ráta	0,0%					
Tipikus év megvalósulásának addicionális kockázata	1,0%					
Tőkésítési ráta	9,92%					
MARADVÁNYÉRTÉK JELENÉRTÉKEN	1 947 324					
TÁRSASÁG ÜZLETI TEVÉKENYSÉGÉNEK ÉRTÉKE	2 891 818					
Működéshez nem szükséges eszközök	0					
Befektetések	0					
Szabadon rendelkezésre álló pénzeszközök	0					

Adott kölcsön	0
Kamatkozó adósság	616 038
Hitel kamatok adópajzs hatása	7 677
TÁRSASÁG SAJÁT TŐKE ÉRTÉKE	2 283 457

Értékesítendő tulajdoni hányad	2,34%
Értékesítendő tulajdoni hányad saját tőke értéke	53 460
kisebbségi diszkont	30,00%
Értékelt tulajdoni hányad saját tőke értéke	37 422

DRAFT

5. Korlátozó feltételek

DRAFT

- Az értékelési jelentést készítő tanácsadó felelőssége az alábbi korlátozó feltételek mellett érvényes:
- Az értékelés napja: 2021. szeptember 1.
- Nincs tudomásunk olyan adatokról vagy tényekről, melyek arról tanúskodnának, hogy a jelentésben ismertetett adatok és tények nem felelnek meg a valóságnak.
- A jelentést készítő tanácsadónak nincsen anyagi érdekeltsége az érték megállapítás tárgyát képező társaságban.
- A megbízás teljesítéséért felszámított díj független a megállapított értéktől.
- A tanácsadó az értékelés során nem vizsgálta a társasággal kapcsolatos tulajdonviszonyokat, tulajdonosnak a vagyonnal kapcsolatban bejelentett tulajdonjogát hitelesnek fogadtuk el. Az értékelés során nem vettük figyelembe a vagyonnal szemben esetleg fennálló követeléseket és zálogjogot, hacsak erről a jelentésben nem teszünk külön említést.
- Az értékelő nem vállal felelősséget a más forrásokból származó és hitelesnek vélt adatokért.
- Az értékelő nem vállal felelősséget jogi természetű kérdésekben.
- A jelen értékelés kizárólag a jelentésben ismertetett célokra készült és ettől eltérő célokra nem használható fel.
- Ez a jelentés, vagy annak bármely része az értékelő előzetes írásbeli beleegyezése nélkül nem hozható nyilvánosságra sem reklám, sem PR, sem tömegtájékoztatási eszközök útján.
- Vizsgálatunk során írásban és szóban a megbízóra vonatkozó adatokat, többek között pénzügyi és működési információkat bocsátottak rendelkezésünkre. Ezeket az adatokat hitelességük ellenőrzése nélkül fogadjuk el.
- Az értékre vonatkozó ajánlások csak az ebben a jelentésben külön jelzett időpontra érvényesek. Piaci viszonyok változása nyomán az értékelés napjára megállapított értékhatárok jelentősen módosulhatnak.

- A társaság jövőbeli működésére vonatkozó adatok kizárólag az értékelés céljait szolgálják, és nem tekintendők a társaság további működését minden tekintetben meghatározó előrejelzéseknek. Lehetnek olyan, gyakran váratlan körülmények és események, melyek különbséget okozhatnak az előre jelzett és tényleges adatok között. Ezek az eltérések jelentősek is lehetnek.
- A jelentés a 2021. szeptember 15-i állapot szerint az addig ismert és rendelkezésre álló információk alapján készült. A jelzett időpont után megtörtént események nem képezik az értékelés részét és nem befolyásolják az értékre vonatkozó ajánlásainkat.

DRAFT

DRAFT