



PannErgy Geotermikus Erőművek Zrt. Üzletágértékelési jelentés - Kivonat

2016. május 27.

Tranzakciós Tanácsadás

Korlátozó feltételek (1/2)

Az Értékelés háttere

A Budapesti Értéktőzsdén (a továbbiakban: „BÉT”) jegyzett PannErgy Nyrt. (a továbbiakban: „PannErgy”, „Megbízó”) 93.09%-os részesedéssel rendelkezik a PannErgy Geotermikus Erőművek Zrt-ben (a továbbiakban: „PEGE”), míg a fennmaradó 6,91%-ot a ciprusi bejegyzésű ONP Holdings SE (a továbbiakban: „ONP”) tulajdonolja. Az ONP megkereste a PannErgy-t kisebbségi részesedésének értékesítési szándékával. A PannErgy menedzsmentje mérlegeli az ONP Holding SE részesedésének a kivásárlását (a továbbiakban: „Tranzakció”) és ehhez kapcsolódóan kérte a KPMG Tanácsadó Kft-t, hogy készítsen független értékelést a PannErgy Geotermikus Erőművek Zrt-ben lévő három meghatározó üzletág – szentlőrinci, miskolci és győri – összevont (a továbbiakban „PEGE Üzletágak”) indikatív piaci értékére vonatkozóan. Az értékelés fordulónapja 2016. március 31. (a továbbiakban „Értékelés napja”).

Az értékelést a PEGE Menedzsmentje (a továbbiakban: „Menedzsment”) által készített üzletági Üzleti Tervek és a Menedzsment által átadott egyéb információk alapján végeztük el. A 2016-2020-as időszakra vonatkozó Üzleti Terv feltételezéseit nem vizsgáltuk és véleményeztük, az értékelés céljából a Menedzsment pénzügyi előrejelzéseit módosítások nélkül elfogadtuk. Az Üzleti Terv ezért a Menedzsment és nem a KPMG véleményét tükrözi.

A KPMG a 2016. április 21-én kelt megbízási szerződés alapján elvégezte az Üzletágak értékelését jövedelemalapú megközelítéssel (a diszkontált cash flow módszer alkalmazásával), illetve másodlagos megközelítésként alkalmazta a piaci alapú megközelítést (összehasonlítható társaságok módszertana). Az Értékelést tartalmazó jelentés (a továbbiakban: a „Jelentés”) a Menedzsment tájékoztatása szerint a Tranzakcióval kapcsolatos döntés alátámasztásának céljából kerül felhasználásra.

Felhívjuk a figyelmet, hogy mivel megbízásunk üzletágérték meghatározására vonatkozott, számításaink az üzletágak által megtermelt szabad cash flow (FCFF) 100%-án alapulnak. Az üzletágérték jellegéből adódóan munkánk részesedések értékelését nem tartalmazza.

A KPMG elkészítette Jelentését, amelyet 2016 május 27-én adott át a Megbízó részére.

A Kivonat

A KPMG a megbízási szerződése alapján elkészítette a Jelentés kivonatát (a továbbiakban: „Kivonat”), amely az alább felsorolt megosztásra és felhasználási célra készült:

- A Kivonat megosztásra kerül a PEGE igazgatóságával, a PannErgy Nyrt. igazgatótanácsával az esetleges tranzakcióhoz kapcsolódó menedzsment döntések alátámasztása céljából,
- A PannErgy közzéteszi a BÉT és saját honlapján, továbbá a koretetelek.hu weboldalon (a továbbiakban: „hivatalos közzétételi helyek”) közgyűlési döntéshozatalhoz előterjesztési dokumentáció részeként.

A Kivonat a Jelentés főbb megállapításait tartalmazza a PannErgy Nyrt. és a KPMG által egyeztetett módon azzal a céllal, hogy a PannErgy Közgyűlése számára megfelelő információt adjon a Tranzakcióval kapcsolatos döntéshozatalhoz. Tekintettel ugyanakkor arra, hogy a Kivonat jellegénél fogva nem alkalmas a Jelentésben foglalt teljes komplexitásának és kontextusának visszaadására, ugyanis a Kivonat tartalmilag nem fedi le teljes egészében a Jelentést, a KPMG a Kivonat vonatkozásában, sem a PannErgy Nyrt., sem harmadik személyek, felek, hatóságok felé semmilyen felelősséget nem vállal.

Korlátozó feltételek (2/2)

A Kivonat tartalmaz bizonyos megállapításokat, becsléseket, és előrejelzéseket, amelyek az iparág, az Üzletágak jövőbeni teljesítményére, vagy piacainak jövőbeni alakulására vonatkoznak. Ezek a Megbízó vezetése által összeállított megállapítások, becslések, és előrejelzések feltételezéseken alapulnak és ezeket természetszerű bizonytalanságok terhelik. Az üzleti gyakorlatban az előrejelzések és a későbbi tényleges eredmények gyakran különböznek egymástól, mert bizonyos események és körülmények nem az előrejelzéseknek megfelelően következnek be, és ez jelentős eltérésekhez is vezethet. Nem tudunk biztosítékkal szolgálni arra vonatkozóan, hogy a Megbízó által előre jelzett eredmények valóban elérhetők.

Az általunk elvégzett munka semmilyen formában (sem kifejezetten, sem hallgatólagosan) nem jelent biztosítékot arra nézve, hogy az előrejelzések teljesülni fognak. Az előrejelzések bekövetkeztének alapvető feltétele, hogy az előrejelzések alapjául szolgáló feltételezések folyamatosan érvényesek legyenek (fennálljanak). A feltételezéseket időről-időre felül kell vizsgálni, és hozzá kell igazítani a megváltozott körülményekhez. Tekintve, hogy az események nem biztos, hogy a feltételezéseknek megfelelően következnek be, a majdani tényleges végeredmények alapvetően eltérhetnek az előre jelzettektől.

Kötelezettségünk az iparági, műszaki szakértelmet kívánó feladatok körében nem terjed ki semmilyen eredmény elérésére és nem tartozunk felelősséggel az Üzletágaknál előre jelzett eredmények bekövetkezéséért vagy elmaradásáért, hiszen pl. a bevételek alakulása egy sor olyan külső körülménytől (fogyasztói szokások, hatósági árak stb.) függenek, amelyek mindegyike nem beazonosítható, előre nem is becsülhető, illetve amelyek fölött az emberi kontroll igen korlátozott vagy hiányzik.

A Kivonat elkészítése során felhasznált információk forrása megjelölésre került. Munkánkat elsődlegesen a PannErgy és a PEGE által rendelkezésre bocsátott, valamint nyilvánosan hozzáférhető információk alapján végeztük. A rendelkezésünkre bocsátott, illetve felhasznált adatokat és információkat csak a megbízás jellegének megfelelően vizsgáltuk. Feltételeztük, hogy a PannErgy és a PEGE által a rendelkezésünkre bocsátott minden információ ésszerű, teljes és pontos, és a vezetőség jóhiszemű törekvését tükrözi az értékelés tárgyát képező üzletágak vonatkozásában az értékelés napján fennálló működési és pénzügyi helyzet, valamint kilátások ismertetését illetően. Munkánk során nem vizsgáltuk, hogy az Üzletágak milyen koncepció alapján lettek kialakítva sem pedig azt, hogy a historikus üzletági teljesítmények miként kapcsolódnak az Üzletágak mögött lévő társaságok pénzügyi kimutatásaihoz. Bár a feladat végrehajtása során törekedtünk a kapott információk alkalmazhatóságának megállapítására, nem folytattunk külön vizsgálatot a kapott anyagok jogcímére, teljes körűségére, pontosságára vagy tartalmuk helytállóságára vonatkozóan.

Az általunk teljesített szolgáltatás nem feltétlenül jelenti a Megbízó érdekkörébe tartozó összes lényeges tény, illetve körülmény feltárását. Ezért az elvégzett munka semmilyen tekintetben nem jelenti a kapott anyagok auditálását. Az elvégzett munka nem meríti ki a könyvvizsgálat fogalmát, ezért a KPMG a jelen munka során a rendelkezésére bocsátott adatok pontosságáért és teljes körűségéért felelősséget nem vállal.

A Kivonatban közölt értékek a felhasznált feltételezéseken alapulnak. A feltételezések megváltoztatása a közölt értékektől jelentősen eltérő értékeket is eredményezhet. A Kivonatban közzétett értékek jelentősen eltérhetnek bármely tranzakció során elérhető értéktől, mivel a felek olyan szempontokat is mérlegelhetnek, amelyre az elemzésünk nem tért ki.

Jelentésünk tartalma a Megbízási Szerződés 2.1. számú pontjában meghatározott feladatokra terjed ki, és nem foglal magába könyvvizsgálati-, környezetvédelmi-, műszaki-, energiaszabályozási- és egyéb szakkérdéseket, valamint társasági ügyeket.

Az általunk végzett szolgáltatás a Megbízó a Tranzakcióra vonatkozó értékelési és döntési folyamatának csak egy részét képezi, a döntéseket a Megbízó továbbra is önállóan, saját belátása alapján hozza és hajtja végre, ezért és annak következményeiért, valamint az Üzletágak jövőbeni helyzetének alakulásáért a KPMG semmilyen felelősséggel nem tartozik. A KPMG kizárólag a kapott adatokból – a vonatkozó szakmai szabályoknak megfelelően – levont következtetések erejéig tartozik felelősséggel.

Kapcsolat



Kapcsolattartó személyek a KPMG Tanácsadó Kft.-nél:

Andrea Sartori

Tranzakciós tanácsadás
Partner, Budapest

T: + 36 1 887 7215
andrea.sartori@kpmg.hu

Nemes Árpád

Tranzakciós tanácsadás
Igazgató, Budapest

T: + 36 1 887 7272
arpad.nemes@kpmg.hu

Meghatározások

50/2011. (IX.30.) NFM rendelet	NFM rendelet a távhőszolgáltatónak értékesített távhő árának, valamint a lakossági felhasználónak és a külön kezelt intézménynek nyújtott távhőszolgáltatás díjának megállapításáról	Miskolc üzletág	A Miskolci Geotermia Zrt. és a Kuala Kft. által, a geotermikus hőenergia előállítási iparágban végzett üzleti tevékenységek
Arrabona	Arrabona Geotermia Kft.	KPMG	KPMG Tanácsadó Kft.
Audi	Audi Hungaria Motor Kft.	Kuala	Kuala Kft.
CAGR	Átlagos éves növekedési ütem (Compound annual growth rate)	Megbízó	PannErgy Nyrt.
DDE	DD Energy Kft.	Menedzsment	A PannErgy Geotermikus Erőművek Zrt. menedzsmentje
EBIT	Kamatok és adózás előtti eredmény	MFt	millió forint
EBITDA	Kamatok, adózás és értékcsökkenési leírás előtti eredmény	MNB	Magyar Nemzeti Bank
ÉCS	Értékcsökkenés	Mrd Ft	milliárd forint
eFt	ezer forint	n.a.	nem elérhető
EUR	euró	NHP	Növekedési Hitelprogram
Explicit periódus	A 2016-2025 éveket lefedő előrejelzési időszak	NOPLAT	Adófizetéssel csökkentett nettó működési profit
Győr üzletág	A DD Energy Kft. és az Arrabona Geotermia Kft. által, a geotermikus hőenergia előállítási iparágban végzett üzleti tevékenységek	PannErgy	PannErgy Nyrt.
Győr-Szol	GYŐR-SZOL Zrt.	PEGE	PannErgy Geotermikus Erőművek Zrt.
HUF	forint	PEGE Üzletágak	A PannErgy Geotermikus Erőművek Zrt. működéséhez tartozó három üzletág Szentlőrincen, Miskolcon és Győrben
Ipari park	Győri Ipari Park	Szentlőrinc üzletág	A Szentlőrinci Geotermia Zrt. által, a geotermikus hőenergia előállítási iparágban végzett üzleti tevékenység
MATÁSZSZ	Magyar Távhőszolgáltatók Szakmai Szövetsége	Takata	Takata Safety Systems Kft.
MAVIR	Magyar Villamosenergia-ipari Átviteli Rendszerirányító Zrt.	Társaság	PannErgy Nyrt.
MEKH	Magyar Energetikai és Közmű-szabályozási Hivatal	TT-Geotermia	TT-Geotermia Zrt.
MFt	millió forint	Üzletágak	A PannErgy Geotermikus Erőművek Zrt. működéséhez tartozó három üzletág Szentlőrincen, Miskolcon és Győrben
MIGE	Miskolci Geotermia Zrt.	Üzleti Terv	A PEGE Menedzsmentje által átadott, 2016-2020-ig tartó időszakra vonatkozó, az egyes üzletágak szintjén lebontott üzleti terv
MIHŐ	Miskolci Hőszolgáltató Kft.		

Kivonat (1/8)

<p>Az Értékelés háttere</p>	<p>Megbízási szerződésünk alapján elvégeztük a PannErgy Geotermikus Erőművek Zrt. által tulajdonolt három üzletág (Szentlőrinc, Miskolc, Győr) összevont indikatív piaci értékére vonatkozó értékelést 2016. március 31-i értékelési napra vonatkozóan.</p> <p>Az Értékelés egy potenciális tranzakcióval kapcsolatos döntéstámogatási céllal készült.</p> <p>Az Értékelést megbízási szerződésünknek megfelelően a Jövedelem alapú megközelítés (diszkontált cash flow módszertan) , illetve másodlagos megközelítésként - a jövedelemalapú megközelítés eredményeinek kiegészítése és tesztelése céljából – a Piaci alapú megközelítés (összehasonlítható társaságok módszertana) alkalmazásával végeztük el.</p>
<p>Az Üzletágak bemutatása és szerződéses háttere</p>	<p>Szentlőrinc üzletág</p> <p>A Szentlőrinc üzletágba a Szentlőrinci Geotermia Zrt. által a geotermikus hőenergia előállítási iparágban végzett üzleti tevékenység tartozik. Az Üzletág működését 2010-ben kezdte meg.</p> <p>A Szentlőrinci üzletág 92%-ban a helyi távhőszolgáltatónak, a Szentlőrinci Nonoprofit Kft-nek, míg 8%-ban magánvállalkozásnak, a TT-Geotermia Zrt-nek értékesít hőt, amely szerződéses harmadik felek számára továbbértékesíti az átvett energiát. A Szentlőrinci Nonoprofit Kft-vel az Üzletág 15 éves időtartamra kötött megállapodást, mely 2025-ben jár le, azonban további 5 évvel meghosszabbítható. A Szentlőrinci Nonoprofit Kft. volumen-átvételi kötelezettséget is vállal (évente 23.500 GJ), azonban nem teljesítés esetén nem terheli kötbérfizetési kötelezettség. A TT Geotermia nem vállal volumen-átvételi kötelezettséget. Árazás tekintetében a Szentlőrinci Nonoprofit Kft. számára történő értékesítés esetében az 50/2011 (IX.30.) NFM rendelet határozza meg a termelői hőárat, míg a TT Geotermia felé piaci áron történik az értékesítés.</p> <p>Miskolc üzletág</p> <p>A Miskolc üzletágba a Miskolci Geotermia Zrt. („MIGE”) és a Kuala Kft. („Kuala”) által a geotermikus hőenergia előállítási iparágban végzett üzleti tevékenységek tartoznak. A Miskolci Geotermikus Projekt keretében a Miskolci Önkormányzat tulajdonában lévő távhőszolgáltató, a MIHŐ Kft. és a PannErgy közösen alapította meg 2009. augusztusában a Miskolci Geotermia Zrt. projektcéget, melyhez 2014 júliusában csatlakozott a szintén a MIHŐ Kft. és a PannErgy közös tulajdonában álló Kuala Kft. A hőenergia szállítása Miskolc Megyei Jogú Város felé 2013. májusában kezdődött el a MIGE részéről, illetve 2014. októberében a Kuala Kft. felől.</p> <p>Az Üzletág legjelentősebb vevője a MIHŐ, mely 2015-ben az árbevétel 97%-át tette ki. Az Üzletág további vevője a Takata Safety Systems Kft. (2,9%), ami a passzív biztonság terén világszinten vezető autóiipari beszállító vállalat, a Takata Corporation légszákok és légszákrendszerek gyártásáért felelős vállalata, valamint egy mezőgazdasági vállalkozás, az Agrokultura Zrt. (0,1%), illetve 2016-ban indul az értékesítés az ipari felhasználóknak továbbértékesítő GeoWendung Zrt. felé.</p> <p>A MIHŐ-vel kötött szerződés 15 éves időtartamú, 2030-ban jár le, a Takata szerződése 5 éves, mely a 2019-es lejáratot követően további 5 évvel meghosszabbítható. A rendelkezésre álló szerződések alapján a partnerek közül egyedül a Takata szerződése szab meg volumen-átvételi kötelezettséget, évente 20.000 GJ-t. A Takatával kötött szerződés „take-or-pay” szerződésnek tekinthető, mivel jelentős kötbérfizetési kötelezettség merül fel nem teljesítés esetén. Árazás tekintetében a MIHŐ számára történő értékesítés esetében az 50/2011 (IX.30.) NFM rendelet határozza meg a maximális termelői hőárat, míg a piaci vevők felé piaci áron történik az értékesítés.</p>

Kivonat (2/8)

<p>Az Üzletágak bemutatása és szerződéses háttére (folytatás)</p>	<p>Győr üzletág</p> <p>A Győr üzletágba Győri Geotermikus Projekt néven, a DD Energy Kft. és az Arrabona Geotermia Kft. által a geotermikus hőenergia előállítási iparágban végzett üzleti tevékenységek tartoznak. A Győri Geotermikus Projekt 2015. negyedik negyedévében kezdte meg a tényleges működést, jelenleg felfutási fázisban van.</p> <p>Az Üzletág két vevő és egy vevőcsoport felé végez értékesítést: a győri távhőszolgáltató, a Győr-Szol Zrt. (várhatóan 57%), az Audi Motor Hungária Kft. (várhatóan 42%) és a Győri Ipari Park felé, mely jelenleg szerződéskötés alatt áll. A Győr-Szol szerződése 15 évre szól és 2030-ban jár le, míg az Audival kötött megállapodás 17+15 éves, a 2032-es lejáratot követően további 15 évre meghosszabbítható. Az Audi szerződése „take-or-pay” szerződésnek tekinthető, mivel jelentős kötbérfizetési kötelezettség merül fel, amennyiben nem teljesíti a vállalt volumen-átvételi kötelezettséget (évente 82.000 MWh). Árazás tekintetében a Győr-Szol számára történő értékesítés esetében az 50/2011 (IX.30.) NFM rendelet határozza meg a maximális termelői hőárat, míg a piaci vevők felé piaci áron történik az értékesítés.</p>
<p>Az Értékelés fő feltételezései - általános</p>	<p>Az Üzletágak értékelését a Menedzsment által rendelkezésre bocsátott Üzleti Terv és egyéb információk alapján készítettük el. A 2016-2020-as időszakra vonatkozó Üzleti Terv feltételezéseit nem vizsgáltuk és véleményeztük, az értékelés céljából a Menedzsment pénzügyi előrejelzéseit módosítások nélkül elfogadtuk. Az alábbiakban bemutatott Üzleti Terv ezért a Menedzsment és nem a KPMG véleményét tükrözi.</p> <p>Az Üzleti Tervet a Menedzsment az egyes Üzletágak szintjén tervezte, majd a KPMG az értékelés elvégzéséhez az egyes Üzletágak eredményterveit konszolidálta Összesített Üzletági szinten. Mind Üzletági, mind pedig Összesített Üzletági szinten a kapcsolt értékesítések és számlázások kiszűrésre kerültek a tervek közül. Az értékelés céljából a pénzügyi modellezést az Üzleti Tervek alapján az egyes Üzletágak tekintetében külön-külön végeztük el, az értékelést azonban Összesített Üzletági szinten konszolidálva hajtottuk végre.</p> <p>Az egyes Üzletágak Üzleti Terveinek a struktúrájában rendelkezésre álltak a 2015. évi és 2016 1-3 havi historikus adatok, amelyekből a tervekhez hasonlóan kiszűrésre kerültek a kapcsolt tételek, valamint azok az egyszeri és nem cash tételek, amelyek vagy nem tervezhetőek vagy pedig nem relevánsak az üzleti tervezés céljából. Munkánk során nem vizsgáltuk, hogy az Üzletágak milyen koncepció alapján lettek kialakítva sem pedig azt, hogy a historikus üzletági teljesítmények miként kapcsolódnak az Üzletágak mögött lévő társaságok pénzügyi kimutatásaihoz.</p> <p>Az Üzleti Terv 5 éves időtávot ölel fel, 2016. január 1-től 2020. december 31-ig, melyben a 2016-os év első három hónapja tényadatként szerepel. Az Üzleti Terv számai forintban denomináltak, így a cash flow és a diszkontráta is forint alapon került kivetítésre, valamint megbecslésre. Az Üzleti Terv értékesítési adatai (volumen, fajlagos ár) havi szintű bontásban, míg a kapcsolódó működési költségterv és eredményterv éves szintű bontásban került kivetítésre. Az Üzleti Terv azzal a feltételezéssel él, hogy 2017-ben az egyes Üzletágak eredményszintjei stabilizálódnak és ez a stabilizált eredmény kerül kivetítésre nominálisan változatlanul a 2018-2020. években.</p> <p>Az iparág sajátosságainak figyelembe vétele mellett az 2016-2020. időszakot felölelő Üzleti Tervet további 5 évvel 2025-ig meghosszabbítottuk, anélkül, hogy tartalmilag változtattunk volna a Menedzsment várakozásain. Ezen technikai kivetítést az indokolta, hogy az explicit tervezési periódus fedje le az iparágban hozzávetőlegesen 10 éves ciklusonként jelentkező nagyberuházási időszakot és ezzel átláthatóbb képet adjon az explicit periódus szabad cash flow előrejelzéséről. Fontosnak tartjuk megjegyezni, hogy a technikai kivetítést lefedő időszakra az értékesítés árbevételét (volumeneket és fajlagos árakat) nominálisan a 2020. év szintjén hagytuk, de a bruttó fedezet alatti működés költségeit az éves inflációval növelt értéken vettük figyelembe.</p>

Kivonat (3/8)

<p>Az Értékelés fő feltételezései – általános (folytatás)</p>	<p>A Menedzsment tájékoztatása alapján az értékelés során azzal a feltételezéssel éltünk, hogy az egyes Üzletágakhoz kapcsolódó termál kutak megfelelő karbantartási, az üzemeltetési, az üzemeltetéshez kapcsolódó élők munkás őrzési és egyéb karbantartási és pótlólagos beruházási munkálatok elvégzése mellett akár 50 évig üzemeltethetőek, valamint ezalatt az idő alatt a működést lehetővé tevő engedélyeik meghosszabbításra kerülnek. Tekintettel a működés időtartamára modell technikailag 10 éves – a 2016-2025. éveket lefedő – explicit periódust követően maradványérték számítással becsüljük az értéket.</p>
<p>Az Értékelés fő feltételezései – üzletág-specifikus</p>	<p>Szentlőrinc üzletág</p> <p>A Menedzsment tájékoztatása alapján az Üzletág már egy beállt, hosszú távon fenntartható szinten üzemel, ahol sem az értékesítési volumen, sem a költség oldalon nem várható jelentős változás a hosszú távú szerződésekből hátralévő időtartam során.</p> <p>Az Üzletág két forrásból termel bevételt, hőenergia értékesítésből és vásárolt villamos energia továbbértékesítéséből. Az értékesítési árbevétel fő forrása a geotermikus erőművek által előállított hőenergia értékesítése, amely a teljes árbevétel 96%-a. Az Üzletág legnagyobb vevője, a Szentlőrinc város távhő ellátását végző Szentlőrinci Nonprofit Kft., a teljes éves árbevétel 88%-át teszi ki.</p> <p>A 2015. évi 75,7 MFt árbevétel a tervek szerint 2017-ben 82,6 MFt-ra nő (CAGR=5,06%), és ezen a szinten stabilizálódik a teljes előrejelzési időszakra. Az árbevétel várható növekedését a TT Geotermia Zrt. biztosítja, amely szerződéses harmadik felek számára értékesíti tovább az átvett energiát.</p> <p>Az Üzletág 74,1%-os EBITDA fedezetet ért el 2015-ben, amely a menedzsment várakozásai alapján 76,1%-ra nő 2017-re majd fokozatosan csökken és 74,2%-os szinten stabilizálódik 2025-ben. Az EBITDA szintek kismértékű csökkenése arra vezethető vissza, hogy míg az értékesítésben nem várható változás, addig a közvetett költségek inflációt követve növekednek 2021 után.</p> <p>A Szentlőrinc üzletágban a nagyberuházás 2020-ban esedékes.</p> <p>Miskolc üzletág</p> <p>A Menedzsment tájékoztatása alapján az Üzletág tevékenységében 2015 tekinthető az első olyan évnek, amely az értékesített volumen és árbevétel szintjén már egy beállt, fenntartható működési modellt valósít meg, ugyanakkor az EBITDA szintek várhatóan csak 2017-ben stabilizálódnak.</p> <p>Az Üzletág értékesítési árbevétele kizárólag a geotermikus erőművek által előállított hőenergián alapul. Az Üzletág legnagyobb vevője a Miskolci Önkormányzat tulajdonában lévő, gázalapú energiával üzemelő távhőtermelő és –szolgáltató cég, a MIHÓ Kft., amely a teljes árbevétel 90%-át tette ki 2015-ben.</p> <p>A 2015. évi 1.846,5 MFt árbevétel a tervek szerint 2017-ben 1.958,4 MFt-ra nő (CAGR=2,98%), és ezen a szinten stabilizálódik a teljes előrejelzési időszakra. Az árbevétel várható növekedésében a Geowendung Zrt-nek van szerepe, amely ipari felhasználóknak értékesíti tovább az átvett energiát.</p> <p>A közvetlen költségek közül a hőenergia-előállításához kapcsolódó villamos energia-felhasználás a fő költségvetés, melynek várható alakulása növeli a 2015. évi bruttó fedezetet 87,1%-ról 89,5%-ra 2017-ben (CAGR=4,35%) és ezen a szinten stabilizálódik a teljes előrejelzési időszakra.</p>

Kivonat (4/8)

Az Értékelés fő feltételezései – üzletág-specifikus (folytatás)

A közvetett költségek közül legjelentősebb tételt a karbantartási, az üzemeltetési, az üzemeltetéshez kapcsolódó élőmunkás őrzési és egyéb karbantartási költségek képeznek. Ezen legjelentősebb költségeket generáló tevékenységeket az Üzletág a tervek szerint 2016-ban kiszervezi, így csökkennek az egyéb igénybevett szolgáltatások költségei és személyi költségek, míg a karbantartási, az üzemeltetési, az üzemeltetéshez kapcsolódó élőmunkás őrzési és egyéb karbantartási költségek a 2015. évi 253 MFT-ról 362 MFT-ra nő 2017-ben és ezen a szinten stabilizálódik.

A jövedelemtermelés szempontjából a legfontosabb költségcsökkentő tétel egy olyan együttműködési megállapodáshoz kapcsolódik, amely a Miskolc üzletág és ennek egyik helyi energiapartnere között jött létre. A megállapodás célja elsősorban a szabályozói szándék érvényesülésének elősegítése. Az új megállapodás – a Menedzsment várakozásai szerint – alacsonyabb változó költség szintet, és szerényebb közvetlen- és közvetett költség kitétséget eredményez, mely a földgázár- és villamos energiaár változásból és annak volatilitásából származik. A megállapodás következtében az Üzletág közvetett költségei várhatóan 267 MFT-tal csökkennek 2016-ban és további 130 MFT-tal 2017-ben.

Az Üzletág 461 MFT EBITDA szintet ért el 2015-ben (EBITDA fedezet 25%), amely 2016-ban várhatóan 645 MFT-ra nő (EBITDA fedezet 34,7%) majd 2017-ben 916 MFT-on stabilizálódik (EBITDA fedezet 46,8%). 2021-2025. között az EBITDA szintek kis mértékű csökkenést mutatnak, ami annak köszönhető, hogy míg a stabilizálódott értékesítésben nem várható változás, addig a közvetett költségek inflációt követve növekednek 2021 után. Ennek eredménye a 2025. 818,7 MFT EBITDA szint 42%-os EBITDA fedezet mellett.

A Miskolc üzletágban a nagyberuházás 2023-ban esedékes. 2023-tól kezdődően a modellezés során azzal a modell technikai feltételezéssel élünk, hogy az Üzletág szinten tartó beruházásként folyamatosan befekteti az új beruházásokra elszámolt értékcsökkenés összegét. A Menedzsment által rendelkezésünkre bocsátott információk szerint az eszközök nem igényelnek cserét hosszabb távon sem, mivel azok megfelelő karbantartását, egységeinek cseréjét a mintegy 362,6 MFT éves karbantartási, az üzemeltetési, az üzemeltetéshez kapcsolódó élőmunkás őrzési és egyéb karbantartási költségek tartalmazzák.

Győr üzletág

Ellentétben a Miskolc és Szentlőrinc Üzletágakkal, amelyek 2015-ben már stabilizált értékesítési volumenszinteket értek el, a Győr üzletág egy projekt, amely jelenleg felfutási szakaszban van és a Menedzsment várakozásai alapján csak 2017-ben fogja elérni a stabilizált működési szintet.

Az Üzletágban - Szentlőrinctől és Miskolctól eltérően - egy a csővezetékek és kutak vízkövesedéséhez kapcsolódó technológiai probléma merült fel, mely jelentős negatív hatást gyakorolt a 2016. 1. negyedévi értékesítési volumenekre. Az Üzletág tervezett értékesítési volumenei elérésének feltétele a vízkövesedési probléma megoldása és a termelő kútba beépítendő nagyteljesítményű búvárszivattyú hozamnövelése.

Az Üzletág projekt jellegéből fakadóan az árbevétel a 2015. évi 172 MFT-ról várhatóan 1.702,6 MFT-ra nő 2016-ban és stabilizálódik 2017-ben 2.373,9 MFT-os szinten. Habár a szerződéses keret lehetővé teszi a tervezett árbevétel-szintek elérését, szeretnénk felhívni a figyelmet a felfutási volumenekben rejlő kockázatokra, különösen a vízkövesedési problémára.

Kivonat (5/8)

Az Értékelés fő feltételezései (folytatás)

Az Üzletág 2016. nyarán meg kíván valósítani egy 805 MFt-ra becsült beruházást, mely a vízhozam fokozására, nyomásnövelésére irányul, és a vízkövesedési hajlamot is mérsékli. A beruházás következményeképp 2017-ben jelentősen megemelkedik a hőkitermeléshez kapcsolódó villamos energia-felhasználás. További nyomást jelent a bruttó fedezetre, hogy a vízkövesedés kezelésére az Üzletágban addicionális költségként, a kitermelt volumenhez közvetlenül kapcsolódó, vízkezelési és nyomástartási költség is jelentkezik. Az Üzletágban a bruttó fedezet aránya némileg alacsonyabb a másik két üzletághoz viszonyítva, mivel mind a vízkezelési és nyomástartási, mind a magasabb villamos energia költségek Győr üzletág-specifikus problémákra jelentenek megoldást. A bruttó fedezet a 2015. évi 146,8 MFt-ról (85,3%) 1.430,3 MFt-ra (84%) nő 2016-ban, majd 2017-től 1.967,4 MFt-os szinten stabilizálódik (82,9%).

A közvetett költségek közül jelentős tételt képez a karbantartási, az üzemeltetési, az üzemeltetéshez kapcsolódó élőmunkás őrzési és egyéb karbantartási költség, mely a 2016. évi 231 MFt-ról 2017-ben 440 MFt-on stabilizálódik. Ezen költségtétel jelentős emelkedését a garanciális karbantartási időszak lejárta magyarázza. A közvetett költségek tartalmazzák még a személyi költségeket, egyéb szolgáltatásokat és a helyi- és egyéb adókat.

Az Üzletág 99 MFt EBITDA szintet ért el 2015-ben (EBITDA fedezet 57,7%), amely 2016-ban várhatóan 1.114,6 MFt-ra (65%) nő, majd 2017-ben 1.439,9 MFt-on (61%) stabilizálódik. Az EBITDA fedezet csökkenése a termelő kútba várhatóan 2016. nyarán beépítésre kerülő nagyteljesítményű búvárszivattyú-beruházás okozta villamos energia fogyasztás-növekedésre, továbbá a garanciális karbantartás megszűnésére vezethető vissza. 2021-2025. között az EBITDA szintek enyhe csökkenést mutatnak, ami annak köszönhető, hogy míg a stabilizálódott értékesítésben nem várható változás, addig a közvetett költségek inflációt követve növekednek 2021 után. Ennek következtében a 2025-ös EBITDA szint 1.381 MFt-ra csökken, 58%-os EBITDA fedezet mellett.

A Győr üzletágban a nagyberuházás 2025-ban esedékes. 2025-től kezdődően a modellezés során azzal a feltételezéssel élünk, hogy az Üzletág szinten tartó beruházásként folyamatosan befektetik az új beruházásokra elszámolt értékcsökkenés összegét. A Menedzsment által rendelkezésünkre bocsátott információk szerint az eszközök nem igényelnek cserét hosszabb távon sem, mivel azok megfelelő karbantartását és egységeinek cseréjét a mintegy 440 MFt éves karbantartási, az üzemeltetési, az üzemeltetéshez kapcsolódó élőmunkás őrzési és egyéb karbantartási költségek tartalmazzák.

Az Üzletágak konszolidált EBITDA-ja

Az Üzletágak EBITDA-ja 616,9 MFt volt 2015-ben, amely 29,5%-os EBITDA fedezetnek felel meg a konszolidált árbevételre vetítve. Az Üzleti Terv feltételezései szerint az Üzletágak EBITDA fedezete 50%-ra növekszik 2016-ban (1.821,4 MFt) és 2017-re éri el a stabilizált szintet 54,8%-os fedezeti szint mellett (2.419,3 MFt). A jelentős EBITDA növekedést elsősorban a Győr üzletág felfutása, valamint a már korábban említett, Miskolc üzletágban létrejött új megállapodáshoz kapcsolódó költségek korábbiakhoz képest jelentősen alacsonyabb szintje magyarázzák. Az EBITDA fedezet a 2018-2020-as időszakban szinten marad, azonban 2021-2025. között enyhén csökkenő tendenciát mutat, évente 0,7 százalékpontos csökkenéssel, amely az általános költségek inflációt követő emelkedésével magyarázható. Az EBITDA 2025-re eléri a 2.261,8 MFt-ot, 51,2%-os fedezet mellett.

Kivonat (6/8)

<p>Az Értékelés fő feltételezései (folytatás)</p>	<p>Maradványérték-számítás</p> <p>A maradványérték számításához kapcsolódóan normalizáltuk a 2025. évi szabad cash flow-t azáltal, hogy a maradványévben a hosszú távú pótlólagos beruházással tettük egyenlővé a maradványév értékcsökkenését. A maradványév egyetlen normalizálást igénylő tétele az értékcsökkenés, mivel az az üzletágak jellegéből és működéséből kifolyólag jelentősen magasabb szinten volt mint a maradványévben feltételezett beruházás értéke. Ebből a normalizálásból fakadóan számításokat végeztünk a jövőben keletkező a tényleges értékcsökkenés és a beruházás különbözetéből fakadó adómegettakarítás jelenértékére. A maradványidőszakban 2%-os hosszú távú növekedést feltételeztünk az Üzletágak nominális szabad cash flow-ira.</p>
<p>Az Értékelés során azonosított fő kockázatok</p>	<p>Általános kockázatok</p> <ul style="list-style-type: none"> — Volumenkockázat: Az Üzleti Terv 2017-től kezdődően fix értékesítési mennyiségekkel tervez az előrejelzési periódus alatt, amelynek fenntarthatósága az értékeléshez kapcsolódó kockázatot hordoz. Ezen kockázat az alábbi tényezőkre vezethető vissza: <ul style="list-style-type: none"> - Az Üzleti Terv egy átlagosan alacsony hőmérsékletű téli időjárási viszony hosszú távú fennmaradásával tervez, azonban tartósan enyhe téli időjárás esetén a fogyasztók hőigénye is jelentősen csökkenhet. A jövőbeni hosszú távú várakozások az általános felmelegedés irányába mutatnak, a historikus, valamint a 2016. 1. negyedéves értékesítési adatai is ezt a tendenciát támasztják alá. - Magyarországon folyamatban lévő energiahatékonyági beruházások hosszú távon csökkenő pályára kényszeríthetik az értékesítési volumenek alakulását a csökkenő fogyasztói igények által. — Értékesítési ár kockázata: Az értékesítési árak kockázata ahhoz kapcsolódik, hogy az Üzleti Terv a teljes kivetítési időszakra fix fajlagos árakkal tervez. Ez alól kivételt képez a Győr projekt, amelynek esetében a 2016-2017 évek felfutása alatt az Üzleti Terv jelentős volumennövekedés melletti egyszeri hőár csökkentést vesz figyelembe, majd ezen a csökkentett szinten stabilizálja az árat a hátralévő kivetítési időszakra. A hatósági termelői hőárak meghatározása során a szabályozó az indokolt költségeket és az indokolt profitot, továbbá a kezdeti magas beruházások után elszámolt értékcsökkenést veszi figyelembe, az adott évi volumen függvényében. Ezen felül a hatósági ár megállapításának folyamata önmagában is üzleti kockázatokat hordoz. — Gázár csökkenésének kockázata: Az Üzletágak bevételeire befolyást gyakorolhat, ha a gázárakban jelentős esés következik be. Ebben az esetben a vevők, ahol nincs fix átvételi kötelezettség a szerződésekből, a geotermikus energiánál olcsóbb alternatíva felé is elmozdulhatnak, azonban ennek a valószínűsége alacsonynak tekinthető, mivel a geotermikus energia jelentősen olcsóbb, amennyiben a szükséges kezdeti befektetés már megtörtént.

Kivonat (7/8)

Az Értékelés során azonosított fő kockázatok (folytatás)

- **Beruházási kockázat:** Az Üzletágak jelentős mértékű tárgyi eszköz állománnyal működnek, amely működésük jelenlegi szakaszában jelentős éves értékcsökkenést eredményez. Az Üzleti Terv alapján a PEGE Üzletágak összesített értékcsökkenése a 2016. évi 1.311 MFT-ról 2025-re 799 MFT-ra csökken. A Menedzsment megközelítése alapján a működés fenntarthatóságát támasztja alá az, hogy a három Üzletág együttes karbantartási költsége az új pótlólagos beruházásokkal együtt veendő figyelembe, amely így a működés 10. évében nagyságrendileg az értékcsökkenéssel közel megegyező mértéket jelent. Amennyiben az Üzleti Terv alulbecsüli a karbantartási, az üzemeltetési, az üzemeltetéshez kapcsolódó élőmunkás őrési és egyéb karbantartási költséget/pótlólagos beruházást az jelentős mértékű kockázatot jelenthet az Üzletágak folyamatos működésének a fenntartása szempontjából.

Üzletág-specifikus kockázatok

- **A Miskolc üzletág új megállapodása:** A jövedelemtermelés szempontjából a legfontosabb költségcsökkentő tétel egy olyan együttműködési megállapodáshoz kapcsolódik, amely a Miskolc üzletág és ennek egyik helyi energiapartnere között jött létre. A megállapodás célja elsősorban a szabályozói szándék érvényesülésének elősegítése. A megállapodás következtében az Üzletág egyéb igénybe vett szolgáltatási költségei, melyek 446 MFT-ot tettek ki 2015-ben várhatóan 267 MFT-tal csökkennek 2016-ban és további 130 MFT-tal 2017-ben. Ennek oka, hogy az új megállapodás – a Menedzsment várakozásai szerint – alacsonyabb változó költség szintet, és szerényebb közvetlen- és közvetett költség kitettséget eredményez, mely a földgáz- és villamos energiaár változásból és annak volatilitásából származik. Mivel árbevétel oldalon az Üzletág beálltnak tekinthető, ezen költségcsökkenés EBITDA növelő tételként jelentkezik. Nem zárható ki annak kockázata, hogy szabályozó a jövőben az árázason keresztül változtat a jelen megállapodáson és nyomás alá helyezi a kivetített EBITDA szinteket.
- **A Győr üzletág felfutása:** A Győr üzletág felfutása során az Üzleti Terv rendkívül gyors ütemű növekedéssel számol, 2015. és 2017. között a CAGR nagyságrendileg 270%. A Menedzsment információi szerint a PEGE Üzletágak együttesen 2017-ben érik el a stabilizált szintet, melynek a Győr üzletág közel 53%-át teszi ki. A Győr üzletágban a kitermelés megindítását követően, egy a csővezetékek és kutak vízhozamát érintő, vízkövesedéshez kapcsolódó technológiai probléma jelentkezett, amelynek elhárítását a menedzsment egyrésztől vízkezeléssel és nyomástartással mérsékli, másrésztől egy termelő kútba beépítendő nagyteljesítményű búvárszivattyú-beruházás megvalósításával 2016. nyarán. A vízkövesedés kérdésköre komplex technológiai megoldást kíván, jelentős mértékben érinti az értékesítés volumeneinek felfutását így a Győr üzletág várakozások szerinti EBITDA szintjének az elérése az értékelés szempontjából kockázatot tartalmaz.

Kivonat (8/8)

A jövedelem alapú megközelítés eredménye	<p>A jövedelem alapú megközelítés alkalmazását a Menedzsment által átadott Üzleti Terv és annak további 5 évvel történő kivetítése alapján végeztük el. Tekintettel a működés időtartamára modell technikailag 10 éves explicit periódust követően maradványérték számítással becsüljük az értéket. A 2016-2022. közötti szabad cash flow-k 8,71%-os és a 2023-2025. közötti szabad cash flow-k, illetve a maradványidőszak 10,08%-os súlyozott átlagos tőkeköltséggel való diszkontálása után a PEGE Üzletágak indikatív értéke a 22,20 Mrd Ft és 26,60 Mrd Ft közé esik az Értékelés Napján. Az eltérő diszkontráták alkalmazását az indokolja, hogy a CIB Bank kötelező érvényű ajánlata alapján a Győr üzletághoz kapcsolódó finanszírozási kondíciók várhatóan nem tarthatók fenn a 2022 utáni időszakban.</p>												
A piaci alapú megközelítés eredménye	<p>A piaci alapú megközelítés alkalmazása során EBITDA alapú piaci szorzószámokat vettünk figyelembe. A kiválasztott társaságokra vonatkozó historikus EBITDA alapú cégérték szorzók alsó határa 2012-2016-ra nézve 10,25x (medián), felső határa 11,65x (számtani átlag) volt.</p> <p>A fenti piaci szorzószámot a PEGE Üzletágak fenntartható 2017-re előrejelzett konszolidált stabilizált EBITDA-jára vetítettük, mely 2.419,3 MFt volt. Ennek alapján a PEGE Üzletágak indikatív értéke a 24,80 Mrd Ft és 28,19 Mrd Ft közé esik az Értékelés Napján.</p>												
Értékkövetkeztetés	<p>A fenti értékelési módszertanok eredményének alapján a két módszertan együttes eredményeinek alkalmazása által becsült piaci értéket tekintjük irányadónak.</p> <p>Értékelésünk konklúziójaként a PEGE Üzletágak indikatív piaci értéke a 22,20 Mrd Ft és 28,19 Mrd Ft közé esik 2016. március 31-re vonatkozóan.</p> <div data-bbox="1052 629 2007 1103" style="text-align: right;"> <p>A PEGE Üzletágak indikatív értéke 2016. március 31-én (HUF'000)</p> <table border="1" style="margin-left: auto; margin-right: auto;"> <thead> <tr> <th>Megközelítés</th> <th>Alacsony érték</th> <th>Magas érték</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Jövedelem alapú megközelítés</td> <td>22 201 450</td> <td>26 595 451</td> </tr> <tr> <td>Piaci megközelítés</td> <td>24 795 046</td> <td>28 190 886</td> </tr> <tr> <td>Értékkövetkeztetés</td> <td>22 201 450</td> <td>28 190 886</td> </tr> </tbody> </table> <p>Forrás: KPMG elemzés</p> </div>	Megközelítés	Alacsony érték	Magas érték	Jövedelem alapú megközelítés	22 201 450	26 595 451	Piaci megközelítés	24 795 046	28 190 886	Értékkövetkeztetés	22 201 450	28 190 886
Megközelítés	Alacsony érték	Magas érték											
Jövedelem alapú megközelítés	22 201 450	26 595 451											
Piaci megközelítés	24 795 046	28 190 886											
Értékkövetkeztetés	22 201 450	28 190 886											



kpmg.com/socialmedia



kpmg.com/app



© 2016 KPMG Tanácsadó Kft., a magyar jog alapján bejegyzett korlátolt felelősségű társaság, és egyben a független tagtársaságokból álló KPMG-hálózat magyar tagja, amely hálózat a KPMG International Cooperative-hez ("KPMG International"), a Svájci Államszövetség joga alapján bejegyzett jogi személyhez kapcsolódik. Minden jog fenntartva