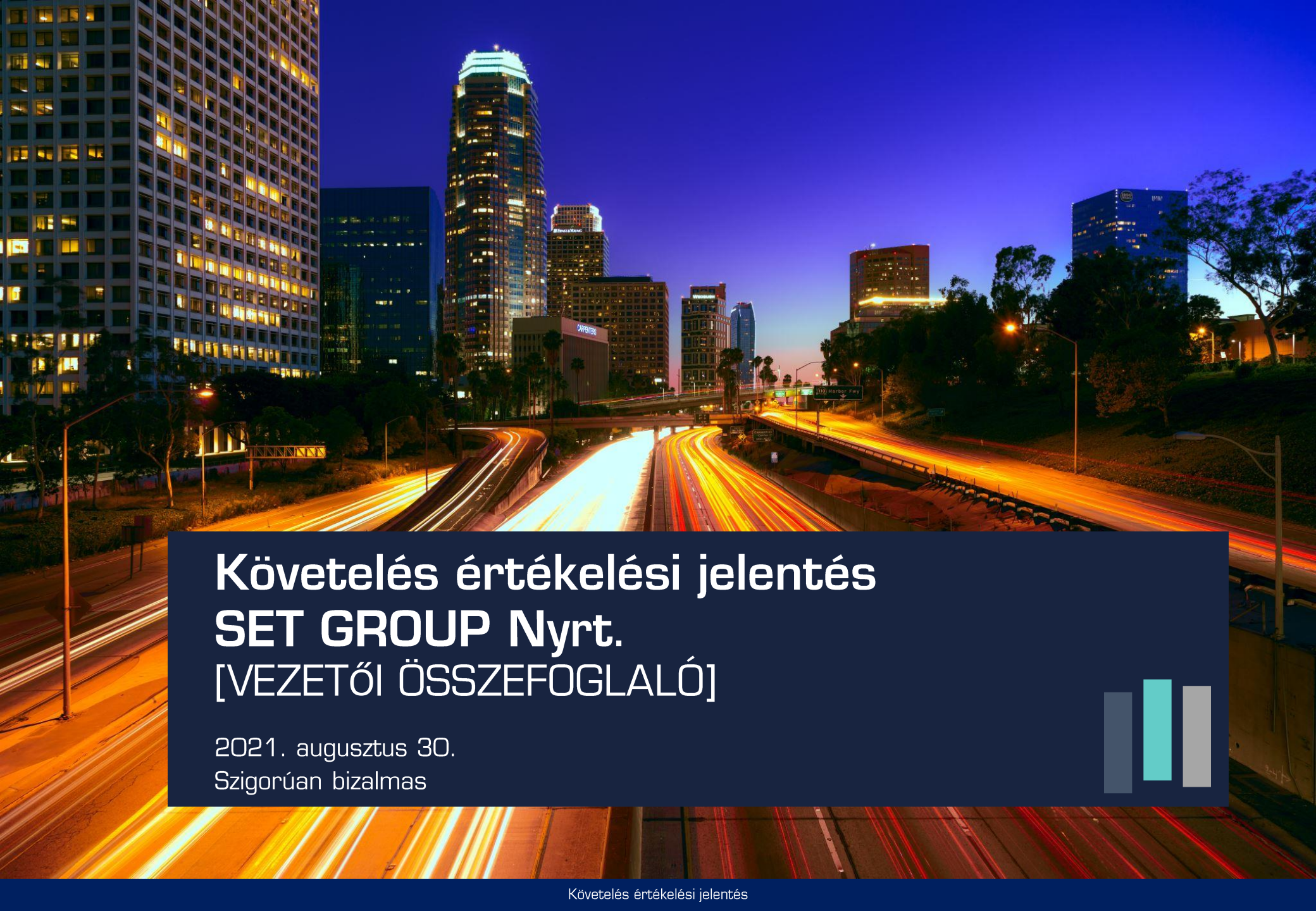


A long-exposure photograph of a city at night. In the foreground, a multi-lane highway shows vibrant light trails from cars, with white and yellow streaks for the main lanes and red streaks for the rightmost lane. The background is filled with illuminated skyscrapers against a deep blue twilight sky. The lights from the buildings and the highway create a sense of dynamic urban activity.

Követelés értékelési jelentés

SET GROUP Nyrt.

[VEZETŐI ÖSSZEFOGLALÓ]

2021. augusztus 30.
Szigorúan bizalmas



Kósa Endre

Igazgatóság elnöke

SET GROUP Nyrt.

1021 Budapest, Versec sor 15.



Tisztelt Kósa Úr!

Az S&E Solutions Kft. („S&E”), valamint a SET GROUP Nyrt. („SET”, „Megbízó” vagy „Társaság”) között 2021. augusztus 6-án kelt megbízási szerződés alapján elvégeztük a SET felé fennálló, összesen 1,542,449,590 Ft összegű követelés **(„Követelés”) piaci értékének meghatározását 2021. július 31-i fordulónapra** (”Értékelés Fordulónapja”) vonatkozóan.

Jelen dokumentum a 2021. augusztus 30-án kiadott, részletes értékelési jelentés vezetői összefoglalóját tartalmazza.

Az elvégzett értékelési elemzések eredményét jelen értékelési jelentésben („Jelentés”) foglaljuk össze. Értelmezésünk szerint Jelentésünket az SET belső döntéshozatali folyamatai során kívánja felhasználni. Felhívjuk a figyelmet, hogy a Jelentés vagy annak kivonata más célra nem használható, sem részben sem egészében nem hozható nyilvánosságra, és nem osztható meg a Megbízók tulajdonosán, könyvvizsgálóján, a Cégbírószágon és a Magyar Nemzeti Bankon kívül harmadik féllel.

Értékelési munkáink során az International Valuations Standards Council (”IVSC”) által kiadott International Valuation Standards (”IVS”) 2020. évi kiadásának ajánlásait, módszertani útmutatóit tekintjük irányadónak.

A Jelentés nem minősül megfelelőségi véleménynek (fairness opinion) vagy befektetési tanácsnak, és nem is értelmezhetők ilyenként. A következtetéseink nem helyettesítenek részletes átvilágítást, ennek megfelelően hitelintézetek, vagy bármely más harmadik fél a saját maguk által elvégzett átvilágításra kell hagyatkozzanak bármilyen esetleges tranzakció tekintetében.

A Jelentést annak feltételezésével bocsátjuk ki, hogy Önök felhívták a figyelmünket minden olyan, a Társaság pénzügyi helyzetére, illetve a Jelentés aláírásáig tudomásukra jutott körülményre, amely hatással lehet a Társaság tevékenységére.

A Jelentés kiállítása után, illetve az Értékelés Fordulónapját követően történhetnek olyan események, amelyek jelentősen befolyásolhatják az értékelési konklúziót. Ezekről az eseményekről a S&E nem nyilvánít véleményt, illetve ezekre vonatkozóan nem vállal felelősséget.

A S&E független a Megbízótól és a Menedzsmenttől, továbbá megbízási díjunk független a munkánk során meghatározott értékelési konklúziótól. Továbbá kijelentjük, hogy az értékelést végző szakértő megfelel a Ptk. által előírt szakmai követelményeknek.

Üdvözlettel:

Csordás Ádám

Ügyvezető

S&E Solutions

Vezetői összefoglaló

Bevezetés (1/2)

Értékelés célja/háttere	▪ Értelmezésünk szerint a JG Sunflower Kft. („JG”), a Massa Bonorum Kft. („MB”) és dr. Orbók Ádám („OA”) (együttesen: „Kölcsönadók”) tőkeemelést kívánnak végrehajtani a SET-be történő apportálás útján („Tranzakció”), az alábbi összegekben: ▪ JG Kölcsön: 1,098,195,822 Ft ▪ MB Kölcsön: 90,870,314 Ft ▪ OA Kölcsön: 353,383,454 Ft ▪ A továbbiakban a JG Kölcsön, MB Kölcsön és OA Kölcsön együttesen „Követelés”. Az Értékelés Napján a Követelés összege 1,542,449,590 Ft. A rendelkezésünkre bocsátott információk alapján úgy értjük, hogy a Követelés engedményezésre fog kerülni az alábbi személyek és társaságok részére:																	
	<table><tr><th colspan="2">HUF</th></tr><tr><td>Dr. Bognár László</td><td>181,200,000</td></tr><tr><td>Rajnai János</td><td>99,400,000</td></tr><tr><td>Bedegi Pál</td><td>66,400,000</td></tr><tr><td>Keller Tibor</td><td>50,900,000</td></tr><tr><td>Bathó Ferenc</td><td>102,295,822</td></tr><tr><td>Apelso Trust Zrt.</td><td>176,018,280</td></tr><tr><td>Iaxons Zrt.</td><td>866,235,488</td></tr><tr><td>Összesen</td><td>1,542,449,590</td></tr></table>	HUF		Dr. Bognár László	181,200,000	Rajnai János	99,400,000	Bedegi Pál	66,400,000	Keller Tibor	50,900,000	Bathó Ferenc	102,295,822	Apelso Trust Zrt.	176,018,280	Iaxons Zrt.	866,235,488	Összesen
HUF																		
Dr. Bognár László	181,200,000																	
Rajnai János	99,400,000																	
Bedegi Pál	66,400,000																	
Keller Tibor	50,900,000																	
Bathó Ferenc	102,295,822																	
Apelso Trust Zrt.	176,018,280																	
Iaxons Zrt.	866,235,488																	
Összesen	1,542,449,590																	
Értékelés fordulónapja	▪ Összhangban a 2013. évi V. törvény rendelkezéseivel a követelés apportot piaci értéken szükséges véghez vinni, illetve csatolni kell és közzé kell tenni az adott vagyontárgy értékelésére vonatkozó szakértői jelentést.																	
	▪ Értékelési elemzésünket 2021. július 31-i fordulónapra vonatkozóan hajtottuk végre.																	

Vezetői összefoglaló

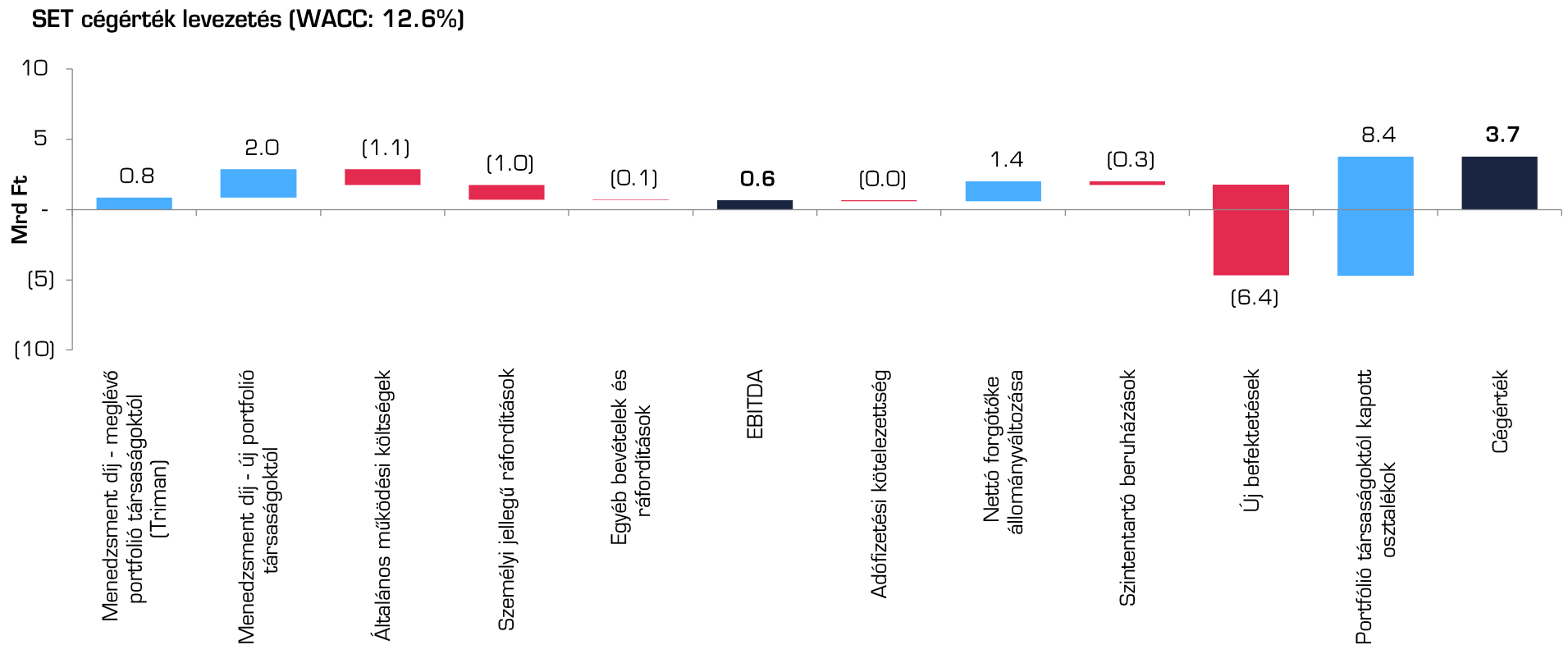
Bevezetés (2/2)

Felhasznált információk	- Az értékelési elemzésünk során az alábbi, - a Megbízó által - rendelkezésünkre bocsátott dokumentumokra támaszkodtunk: 2020. december 31-re vonatkozó, auditált pénzügyi beszámolók, főkönyv és üzleti jelentések, - A Társaság menedzsmentje („Menedzsment”) által elfogadott, a 2021-2025-ös időszakra vonatkozó üzleti terv („Üzleti Terv”), - Aláírt JG, MB és OA kölcsönszerződések. - A fentiekén túlmenően szóbeli egyeztetést folytattunk a Menedzsmenttel az Üzleti Tervről. A számunkra átadott információkat nem vizsgáltuk, vagy ellenőriztük, ennek megfelelően azokra vonatkozóan sem véleményt, sem egyéb más garanciát nem adunk.
Értékdefiníció	- A piaci érték fogalma a következő módon határozható meg: <i>„az az ár, amelyen az adott eszköz egy saját elhatározása alapján vásárlási szándékkal rendelkező vevő, valamint egy saját elhatározása alapján eladási szándékkal rendelkező eladó között gazdát cserél, feltéve, hogy sem a vevő, sem az eladó nem áll külső kényszer alatt, illetve mind a vevő, mind pedig az eladó minden vonatkozó ismeret birtokában van”.</i> - Fontos továbbá kiemelni, hogy egy esetleges tranzakció során a ténylegesen fizetett ár eltérhet a valós piaci értéktől olyan tényezők miatt, mint a felek motivációja, információi, tárgyalási pozíciója, az ügylet struktúrája (pl. finanszírozási struktúra, az ellenőrzés átadása, stb.) vagy más, az ügyletre jellemző tényezők miatt, és ezen eltérés jelentős lehet. - Az általunk alkalmazott érték megközelítés a Követelés vételárának készpénzben, vagy más készpénz helyettesítő eszközben történő megfizetését feltételezi.
Alkalmazott értékelési megközelítés	- Három, széles körben elfogadott értékelési megközelítést különböztetünk meg: piaci megközelítés, jövedelem alapú megközelítés és költség alapú megközelítés. Mindhárom megközelítés az ár-egyensúly, a várt jövőbeli hasznosságok, illetve a helyettesítés közgazdasági alapelveire épül. Figyelembe véve, hogy a Követelés mögött semmilyen ingó vagy ingatlan fedezet nem áll, ezért egy hiptotetikus, független befektető nem fizetne többet a Követelésért, mint az adós, azaz a SET által a működése során a jövőben realizálandó szabad pénzáramlásainak jelenértéke (azaz a SET cégértéke) és a követelés könyv szerinti értéke közül az alacsonyabb érték. - A Követelés értéke az alábbi képlettel írható le: MINIMUM (Követelés névérték; SET cégérték)

Vezetői összefoglaló

Értékelés eredménye – SET cégérték levezetés

A munkánk során alkalmazott értékelési megközelítés alapján a SET cégértékét 2021. július 31-i fordulónapra vonatkozóan az alábbi ábrán mutatjuk be:



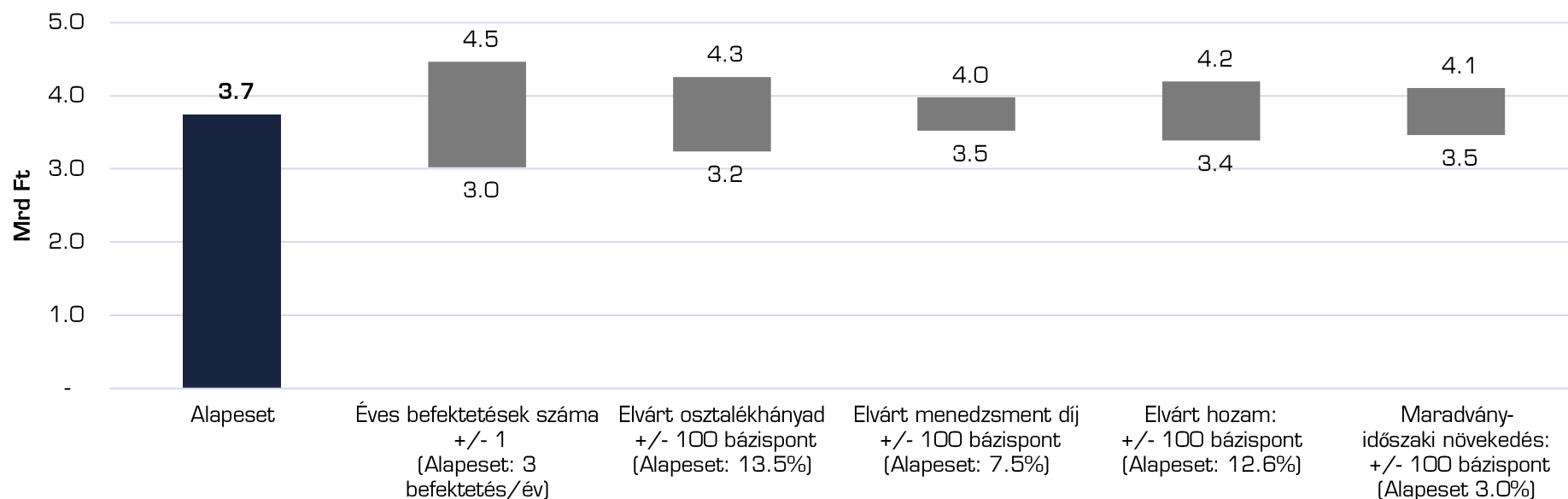
Vezetői összefoglaló

Értékelés eredménye – érzékenységvizsgálat

Az értékelési konklúziónk a Társaság Üzleti Tervében szereplő pénzáramlásokra épül, amely bizonyos kulcsparaméterek vonatkozásában bizonytalanságot hordoz magában, ezért érzékenységvizsgálatot végeztünk az alábbi paraméterekre:

- o Éves befektetések száma +/- 1 (Alapeset: 3 befektetés/év),
- o Elvárt osztalékhányad +/- 100 bázispont (Alapeset: 13.5%),
- o Elvárt menedzsment díj +/- 100 bázispont (Alapeset: 7.5%),
- o Elvárt hozam: +/- 100 bázis pont (alapeset 12.6%),
- o Maradványidőszaki növekedés: +/- 100 bázis pont (alapeset 3.0%).

Elemzésünk eredményét az alábbiakban mutatjuk be.



Vezetői összefoglaló

Értékelés eredménye – a Követelés piaci értéke

Figyelembe véve az elemzés során alkalmazott megközelítést, illetve az alkalmazott feltételezéseket a Követelés piaci értéke, 2021. július 31-i fordulónapra vonatkozóan:

MINIMUM (1,542,449,590 Ft ; 3,700,000,000 Ft) = 1,542,449,590 Ft

Az elvégzett értékelések alapján a SET Group Nyrt.-be apportálni kívánt Követelés meghatározott apportértéke: 1,542,449,590 Ft.

Vezetői összefoglaló

Értékelés eredménye – a Követelés ellenértékeként kibocsátásra kerülő részvények

Értelmezésünk szerint a jelenlegi Tranzakció során az alábbi jogosultságokkal rendelkező részvényeket kívánja Menedzsment megkeletkeztetni az alábbi darabszámok, illetve kibocsátási értékek mellett:

	Részvény darabszám (db)	Kibocsátási érték * (Ft/részvény)	Kibocsátási érték (Ft)
Szavazat többszöröző részvény	2,850,000	61.7608	176,018,280
Törzsrészvény	5,749,008	61.7608	355,063,454
Átalakítható-osztalékelsőbbbségi részvény	9,965,348	61.7608	615,468,025
Vétő részvény	1	395,899,831	395,899,831
Összesen	18,564,357		1,542,449,309 * *

*A kibocsátási érték a 2021. augusztus 9-én érvényes, 360 napos SET részvény átlagáraként lett meghatározva a: szavazat többszöröző részvények, a törzsrészvények, valamint az átalakítható-osztalékelsőbbbségi részvények esetén. A vétő részvény kibocsátási árának levezetését a következő oldalakon mutatjuk be részletesen.

* * A kibocsátási érték 281 Ft-tal eltér a Követelés értékétől, amely különbséget a részvény darabszám kerekítéséből fakad.

Amennyiben a tényleges tőkeemelés során kibocsátandó új részvények a fentiekben meghatározott darabszámban és kibocsátási értéken kerülnek megkeletkeztetésre, úgy az apportálás során a Követelés piaci értéke és az ellentételezésként kapott részvények értéke egyensúlyban vannak.

Vezetői összefoglaló

Értékelés eredménye – a vétó részvény értékének levezetése

Vétó részvény bemutatása

- Értelmezésünk szerint a Tranzakció során egy darab, vétójoggal felruházott részvény is kibocsátásra kerül. A rendelkezésünkre bocsátott információk alapján a vétó részvény tulajdonosának a szavazata szükséges az igazgatósági tagok, felügyelőbizottsági tagok, az audit bizottsági tagok, valamint a könyvvizsgáló leváltásához és megválasztásához. Továbbá a vétó részvény tulajdonosa dönt az igazgatóság értékeléséről, illetve az esetleges felmentvény megadásáról.
- **Összességében a fentiek alapján a vétó részvény tulajdonosa effektív kontrollt tud gyakorolni a Társaság működése felett.**
- A vétó részvény értékét az alábbi lépések mentén becsültük meg:
 1. A korábban bemutatott Üzlet Terv, valamint az alkalmazott értékelési megközelítés és feltételezések mentén megbecsültük a Társaság saját tőke 100%-nak piaci értékét.
 2. Mivel a diszkontált cash flow alapú értékelés alapfeltételezése az irányító jogok megléte, ezért megbecsültük a Társaság saját tőke 100%-nak piaci értékét irányító jogok nélkül.
 3. Az irányítási jog és így a vétó részvény értékének meghatározása az 1. és 2. lépésben meghatározott saját tőke értékek különbségeként.

Kisebbségi diszkont alkalmazásának szükségessége

- A kontroll prémium definíciója szerint azt fejezi ki, hogy egy irányítást biztosító részvénytulajdonosra jutó pénzáramlások jelenértéke hány százalékkal magasabb, mint egy azonos tulajdonosi arányt megtestesítő, de irányítást nem biztosító részvénytulajdonosra jutó pénzáramlások jelenértéke.
- Megvalósult tranzakciók adatai alapján alátámasztható, hogy a befektetők jellemzően egy részvényre vetítve is magasabb árat hajlandóak fizetni egy olyan részvénytulajdonosért, amely irányítást biztosít, mint egy olyan részvénytulajdonosért, amelyik nem.
- **A fenti logika alapján kontroll hiánya esetén egy kisebbségi, kontrollt nem biztosító részvénytulajdonos értékelése során kisebbségi diszkont alkalmazása szükséges kisebbségi diszkont mértéke 14.2%.**

Vezetői összefoglaló

Értékelés eredménye – a vétó részvény értékének levezetése

Iparági jellemző értékek

- Az iparági tranzakciók elemzése alapján határoztuk meg a Társaság esetében irányadó kontroll hiánya miatt alkalmazandó diszkont százalékos értékét.
- Elemzésünk során olyan tőzsdén kereskedett vállalatok adatait vizsgáltuk meg, amelyek esetében egy legalább 50,01%-os részesedés került megvásárlásra. Az ilyen tranzakciók során szerzett részesedések egy részvényre jutó értékét az adott tranzakciót megelőző legutóbbi részvényárfolyammal hasonlítottuk össze, majd a kettő hányadosának alapján számítottuk ki a tranzakció tárgyát képező vállalat kontroll prémiumát.
- A SET iparágában történt közelmúltbeli tranzakcióinak alapján a szektorra jellemző, átlagosan alkalmazott kontroll prémium 16.5%.
- Az alkalmazott megközelítés szerint azt jelenti, hogy egy kontrollt biztosító részvénycsomag piaci értéke az iparágban átlagosan 16.5%-kal magasabb, mint egy azonos tulajdonosi arányt megtestesítő, de kontrollt nem biztosító tulajdonrész értéke.

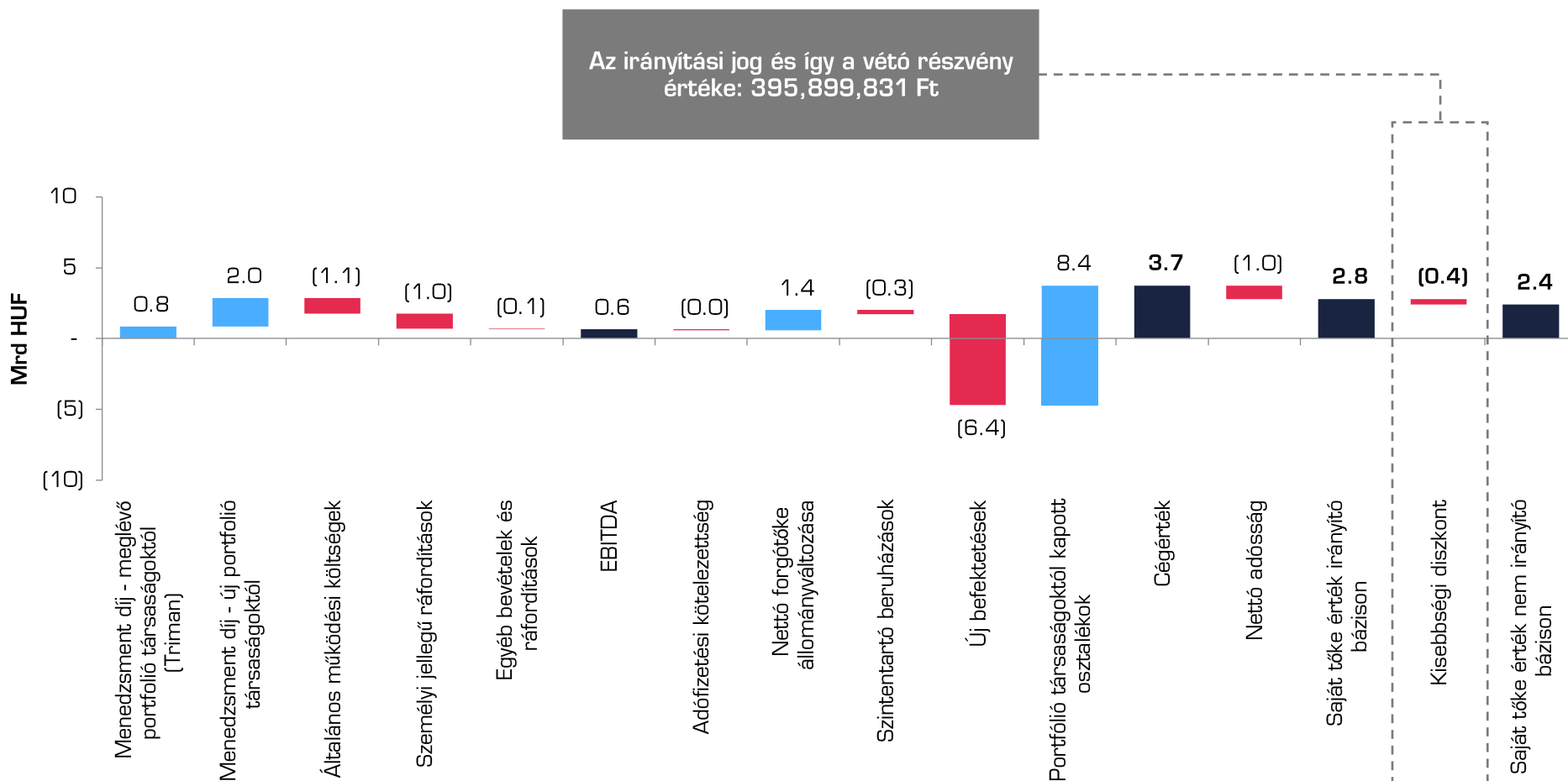
A fentiek alapján kalkulált kisebbségi diszkont mértéke 14.2%.

Felvásárlási célpont	Kontroll Kisebbségi	
	Prémium	diszkont
Mainstream Group Holdings Limited (ASX:MAI)	24.4%	19.6%
AFH Financial Group Plc	20.8%	17.2%
Halman Aldubi Investment House Ltd	32.4%	24.4%
Urb Investments Limited	13.2%	11.7%
Miton Group plc	26.5%	20.9%
IPE Limited	23.0%	18.7%
SFG Australia Limited	15.8%	13.7%
OSK Ventures International Berhad (KLSE:OSKVI)	11.5%	10.3%
Allied Capital Corporation	27.3%	21.4%
Pearl Group Holdings (No. 1) Limited	5.1%	4.9%
Custom Direct Income Fund	10.3%	9.3%
Second Alliance Trust plc	1.2%	1.2%
Clarington Corp.	17.2%	14.7%
Property Acquisition & Management Limited	13.9%	12.2%
SME Growth Limited	24.1%	19.4%
Allied Capital Corp.	7.8%	7.3%
Medián	16.5%	14.2%

Vezetői összefoglaló

Értékelés eredménye – a vétó részvény érték levezetése

A fentieknek megfelelően az értékelés során a jövőbeli pénzáramlások nettó adóssággal csökkentett jelenértékét (100% saját tőke) csökkentettük a fent leírt, 14.2%-os kontroll prémium mértékével (kontroll hiánya miatti diszkont vagy kisebbségi diszkont), és ennek figyelembe vételével számítottuk ki a vétó részvény piaci értékét.



Vezetői összefoglaló

Korlátozások

Korlátozások

- A Jelentést és annak tervezetét, az azokban szereplő érték konklúziót kizárólag az SET Group Nyrt. a saját belső döntéshozatali célra használhatja fel. A Jelentés az itt megjelölteken kívül semmilyen más célra nem használható fel. A Jelentés az erre vonatkozó magyarországi jogszabályoknak megfelelően nyilvánosságra hozható.
- A Jelentés nem minősül megfelelőségi véleménynek (fairness opinion) vagy befektetési tanácsnak, és nem is értelmezhetők ilyenként. A következtetések nem helyettesítenek részletes átvilágítást, ennek megfelelően hitelezési intézetek, vagy bármely más harmadik fél a saját maguk által elvégzett átvilágításra kell hagyatkozzanak bármilyen esetleges tranzakció tekintetében.
- Az előbbieken túl a Jelentés elkészítését követően történhetnek események, amelyekkel kapcsolatban az S&E nem nyilvánít véleményt és nem vállal felelősséget arra nézve, hogy ezen események hogyan befolyásolhatják az értékelési elemzést. A számunkra átadott információkat nem vizsgáltuk, vagy ellenőriztük, ennek megfelelően azokra vonatkozóan sem véleményt, sem egyéb más garanciát nem adunk. Feltételeztük, hogy a Menedzsment által rendelkezésünkre bocsátott pénzügyi és egyéb információk helytállóak és teljesek. A Jelentés nem tartalmazza az olyan események vagy körülmények esetleges hatásait, amelyek az Értékelés Fordulónapja után merülhettek fel, és nem tartalmaz olyan információkat, amelyek az említett időpont után kerülhettek napvilágra.
- Felhívjuk a figyelmet, hogy az értékelésünk során használt pénzügyi előrejelzések várakozásokon és jövőre vonatkozó üzleti feltételezéseken alapulnak. Az előrejelzéseket terhelő bizonytalanság miatt a jövőben ténylegesen realizálódó pénzáramok és az ugyanazon időszakra előrejelzett pénzáramok között akár jelentős eltérések is keletkezhetnek. Elfogadtuk a Menedzsment nyilatkozatát, amely szerint nincsen tudatában olyan ténynek, amely ezen pénzügyi és egyéb információk helytállóságát, megbízhatóságát, vagy teljességét megkérdőjelezné.
- A Jelentés vagy annak kivonata más célra nem használható, sem részben sem egészében nem hozható nyilvánosságra, és nem osztható meg a Megbízók tulajdonosán, könyvvizsgálóján, a Cégbíróságon és a Magyar Nemzeti Bankon kívül harmadik féllel.
- Az S&E nem vállal felelősséget bármely döntésért, vagy a tervezett tranzakció(k) megvalósulásának elmaradásáért, sem a tranzakció(k)ból adódó esetleges kedvezőtlen következményekért. Különös tekintettel az abból származó esetleges pénzügyi és más következményekre, hogy a tranzakció(k) megvalósulását követően vagy annak elmaradása következtében valamely érintett nem jut az elvárt haszonhoz.
- A S&E független a Megbízótól és a Menedzsmenttől, továbbá megbízási díjunk független a munkánk során meghatározott értékelési konklúziótól.



A jelen dokumentum és a benne foglalt valamennyi információ az S&E Solutions Kft.-től (továbbiakban: S&E Solutions) származik és célja, hogy bizonyos témakör(ök)ben általános információkkal szolgáljon, de nem vizsgálja az adott témakör(öke)t annak teljességében. A jelen dokumentumban megadott információk nem minősülnek számviteli, adóügyi, jogi, befektetési, tanácsadási illetve egyéb szakmai szolgáltatásnak. Ezek az információk nem képezhetik ügyfeleink üzleti döntéseinek kizárólagos alapját.

Jelen anyagok és a bennük foglalt információk tájékoztató jellegűek és esetlegesen hibákat is tartalmaznak, amelyekért a S&E Solutions sem kifejezetten, sem hallgatólagosan nem vállal felelősséget, és amelyek nem minősülnek a S&E Solutions állásfoglalásának. Az előzőek érintése nélkül a S&E Solutions nem garantálja az anyagoknak és / vagy a bennük foglalt információknak a hibamentességét, továbbá a teljesítés vagy a minőség valamennyi egyedi kritériumának való megfelelést sem. A S&E Solutions nem felel a szolgáltatása piacképességére, vagy adott célra való alkalmassága, jogtisztasága, versenyképessége, biztonsága és pontossága vonatkozásában.

Ügyfelünk a jelen anyagot és a benne foglalt információkat a saját felelősségére használja, és teljes mértékben felelősséget vállal a jelen dokumentum és a benne foglalt információk használatából eredő következményekért, esetleges veszteségekért. A S&E Solutions nem vonható felelősségre jelen dokumentum, vagy a benne foglalt információk felhasználásával kapcsolatosan felmerülő közvetlen, közvetett, járulékos, következményes, büntető jellegű vagy bármilyen egyéb kárért, valamint egyéb veszteségért sem, legyen az szerződéses, jogszabály szerinti vagy magánjogi (például gondatlanságból fakadó).

A S&E Solutions rögzíti, hogy az anyagok és az információk kizárólag a szerződésben meghatározott szervezetek számára készülnek és célokra alkalmasak. A S&E Solutions minden felelősséget kizár továbbá az Ügyfél által rendelkezésre bocsátott dokumentumokból, anyagokból, információkból és adatokból fakadó vagy azokkal összefüggő károk vonatkozásában.

Minden itt nem szabályozott kérdésre a vonatkozó szerződés irányadó.

Ha a fenti rendelkezések bármelyike bármilyen okból nem érvényesíthető, a többi rendelkezés továbbra is hatályban marad és alkalmazandó.

© 2021 S&E Solutions Kft.