

Transilvania Investments Alliance S.A.

Evaluarea Turism Felix S.A. la 30 iunie 2025

august 2025

Strict privat și confidențial



Mesaj important către toate persoanele care nu sunt autorizate să aibă acces la acest raport

Orice persoană care nu este **utilizator desemnat** pentru acest raport (așa cum este definit în paragraful “Restricții părți” din capitolul “Limite și restricții” – Anexa 2 din acest raport) sau care nu a semnat și returnat către PricewaterhouseCoopers Management Consultants S.R.L. o scrisoare de acceptare a termenilor PricewaterhouseCoopers Management Consultants S.R.L pentru furnizarea de informații („Hold Harmless Letter / Release Letter”), nu este autorizată să aibă acces la acest raport.

În cazul în care o persoană, alta decât **utilizatorii desemnați** ai raportului, are acces și citește acest raport, prin citirea raportului, acceptă și agreează următorii termeni:

1. Persoana care citește acest raport înțelege că lucrările desfășurate de PricewaterhouseCoopers Management Consultants S.R.L. au fost executate în conformitate cu instrucțiunile furnizate de beneficiarul raportului și au fost executate exclusiv în beneficiul **utilizatorilor desemnați** ai raportului și pentru a fi utilizat de către aceștia în scopul menționat în acest raport.
2. Persoana care citește acest raport ia la cunoștință că acest raport a fost întocmit la cererea beneficiarului raportului și poate să nu includă toate procedurile considerate necesare de către cititorul raportului.
3. Persoana care citește acest raport este de acord și acceptă că PricewaterhouseCoopers Management Consultants S.R.L., partenerii, directorii, angajații și agenții săi nu au și nu își asumă nicio responsabilitate față de aceasta, fie că este de natură contractuală sau de altă natură (incluzând fără limitare, neglijență sau încălcarea anumitor îndatoriri) și nu va fi ținută responsabilă în legătură cu nicio pierdere, daună sau cheltuială de orice natură, care poate fi cauzată direct sau indirect prin utilizarea acestui raport de către cititor, sau care este în orice alt mod consecința faptului că cititorul a primit acces la acest raport. În plus, cititorul este de acord că nu poate face referire la acest raport, nu îl poate cita sau distribui fără consimțământul scris prealabil al PricewaterhouseCoopers Management Consultants S.R.L.

Implicațiile războiului din Ucraina

Războiul purtat de Federația Rusă împotriva Ucrainei („războiul”) a dus la o incertitudine considerabilă cu privire la potențialele implicații pentru societatea Turism Felix S.A., indiferent dacă are sau nu operațiuni, clienți sau furnizori în țările implicate în prezent în mod direct în război. Nici Transilvania Investments și nici noi nu putem prezice impactul potențial asupra societății Turism Felix S.A. al potențialelor consecințe economice și de afaceri mai cuprinzătoare ale războiului (inclusiv sancțiuni internaționale sau acțiuni deja implementate sau care ar putea fi implementate de orice guvern). Prin urmare, serviciile noastre de evaluare nu pot identifica sau cuantifica impacturile potențiale sau riscurile pentru evaluarea propusă.

**Sorin Petre**

Partener

Valuation & Economics

sorin.petre@pwc.com

Silviu Dinu

Senior Manager

Valuation & Economics

silviu.dinu@pwc.com**PricewaterhouseCoopers
Management Consultants
S.R.L.**

Ana Tower Building

Blvd. Poligrafiei nr. 1A

București, România

Telefon: +40 (21) 225 3640

Fax: + 40 (21) 225 3650

Privat și confidențial

PwC | Transilvania Investments Alliance S.A.

Transilvania Investments Alliance S.A.

Strada Nicolae Iorga Nr. 2,

Brașov, Romania

28 august 2025**Raport pregătit de PricewaterhouseCoopers Management Consultants SRL ("PwC" sau "Evaluatorul") în legătură cu evaluarea societății Turism Felix S.A.**

Stimate doamne, Stimați domni,

Acest raport ("Raportul") a fost pregătit pentru Transilvania Investments Alliance S.A. ("Transilvania Investments", "TIA", "dvs.", "Clientul" sau "Beneficiarul") în legătură cu evaluarea societății Turism Felix S.A. ("Turism Felix", "TUF" sau "Societatea") la data de 30 iunie 2025 ("Data Evaluării"), conform Contractului nr. M94/07.07.2025.

Înțelegem că Transilvania Investments are în vedere stabilirea prețului de retragere în cazul emitentului Turism Felix. În acest context, Transilvania Investments Alliance S.A. are nevoie de servicii de evaluare cu privire la Emitent care să fie în conformitate cu prevederile: 1) articolului 44, alineatul 5 din Legea nr. 24/2017 **privind operațiunea de retragere a acționarilor** dintr-o societate și 2) articolului 80, alineatul 6 din Regulamentul ASF nr. 5/2018. În acest context, Transilvania Investments a solicitat PwC servicii de evaluare cu scopul informării Managementului în vederea stabilirii prețului de cumpărare conform prevederilor menționate anterior.

Conform scopului evaluării, am estimat valoarea de piață pentru 100% capitaluri proprii ale TUF. Evaluarea s-a realizat în conformitate cu cerințele standardelor de evaluare adoptate de Asociația Națională a Evaluatorilor Autorizați din România ("ANEVAR"), inclusiv recomandările specifice (GEV 600) privind evaluările pentru delistare. În conformitate cu aceste standarde, **valoarea de piață** este definită ca fiind "*suma estimată pentru care un activ sau o datorie ar putea fi schimbat(ă), la Data Evaluării, între un cumpărător hotărât și un vânzător hotărât, într-o tranzacție nepărtinitoare, după un marketing adecvat și în care părțile au acționat fiecare în cunoștință de cauză, prudent și fără constrângere*". În estimarea valorii de piață, am pornit de la ipoteza că activitatea societății TUF se va desfășura în continuare pe termen nedefinit (principiul continuității activității – "going concern").

În opinia Evaluatorului, valoarea de piață pentru 100% capitaluri propria ale TUF, reprezintă o **valoare echitabilă** pentru toate părțile implicate. Atât previziunile financiare cât și valoarea rezultată captează eventualele sinergii aferente activității actuale a Societății în structura existentă la Data Evaluării, astfel încât rezultatul evaluării este în concordanță cu definiția și descrierea **valorii echitabile**, așa cum acestea au fost prezentate în Standardele de evaluare a bunurilor adoptate de ANEVAR. Estimarea **valorii de piață/valorii echitabile** a acțiunilor TUF s-a realizat cu respectarea cerințelor standardelor de evaluare adoptate de ANEVAR, precum și respectarea Codului de Etică al profesiei de evaluator autorizat privind obiectivitatea, imparțialitatea și competența membrilor echipei de evaluare.

Cu deosebită considerație.

Sorin Petre,
Partener,

PricewaterhouseCoopers Management Consultants S.R.L.



august 2025

Cuprins (1/2)

Sumarul evaluării	6
Descrierea Societății	7
1 Contextul macroeconomic	8
2 Analiza pieței relevante	10
3 Prezentarea Societății	13
4 Rezultate financiare istorice	16
5 Activul net contabil al Societății	19
6 Previziuni financiare	20
Evaluarea Societății	33
7 Evoluția bursieră a acțiunilor Turism Felix	34
8 Abordarea prin venit - Fluxuri de numerar actualizate	35
9 Abordarea prin piață - Analiză rezonabilitate	41
10 Concluzia evaluării	44
Anexe	45
1 Scopul și bazele evaluării	46
2 Limite și restricții	47
3 Surse de informații	48

Cuprins (2/2)

4	Concepte de evaluare și metodologie	49
5	Costul capitalului	53
6	Analiză societăți comparabile	60
7	Analiză piață hotelieră	61
8	Factor de amortizare ajustat cu inflația	64
9	Declarație de conformitate	65
	Glosar de termeni	66

Sumarul evaluării

*Această secțiune trebuie citită împreună cu restul Raportului. În opinia noastră, valoarea de piață pentru 100% capitaluri proprii ale societății TUFE la **30 iunie 2025** este cuprinsă în intervalul 191,0 ÷ 229,8 m RON, cu o valoare recomandată de **210,4 m RON**, echivalentul a **0,43 RON/acțiune**.*

În opinia noastră, pe baza datelor disponibile și a metodelor de evaluare aplicate, valoarea de piață la data de **30 iunie 2025** a societății **Turism Felix** este cuprinsă în intervalul:

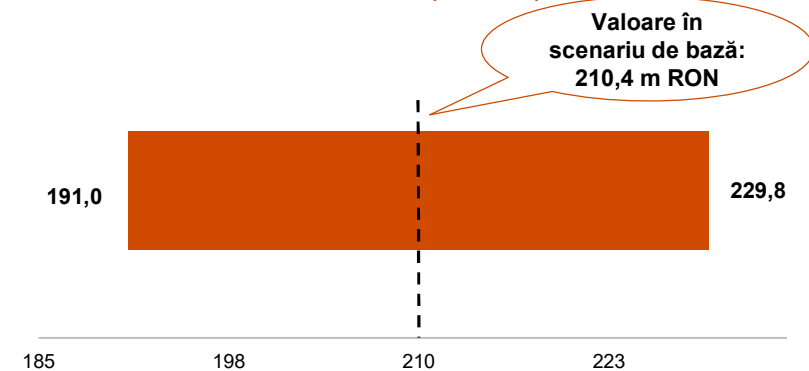
191,0 ÷ 229,8 m RON,

cu o valoare în scenariul de bază de:

210,4 m RON.

Pe baza valorii de piață a societății Turism Felix estimată în scenariul de bază și a numărului total de acțiuni emise (respectiv 491.187.962 acțiuni), valoarea de piață estimată a unei acțiuni este de **0,43 RON/acțiune** la 30 iunie 2025.

Valoarea de piață a 100% capitaluri proprii Turism Felix la 30 iunie 2025 (mii RON)



Sursa: Analiză PwC

Concluzia asupra valorii de piață a societății Turism Felix, respectiv a valorii participației deținută de Transilvania Investments în Turism Felix s-a realizat pe baza Abordării prin venit – metoda Fluxurilor de Numerar Actualizate (FNA - eng. DCF). Abordarea prin piață a fost utilizată ca analiza de rezonabilitate pentru rezultatele evaluării prin abordarea prin venit.

Prin natura sa, activitatea de evaluare nu poate fi considerată o activitate pur științifică, iar concluziile sunt subiective în multe cazuri și depind de aprecierea individuală a fiecărui evaluator. În consecință, nu există o singură valoare care nu poate fi contestată și de aceea opinia noastră se încadrează într-o anumită plajă de valori. Cu toate acestea, conform cerințelor specifice, am prezentat și o valoare unică inclusă în intervalul de valori estimat. Deși concluziile noastre sunt în opinia noastră rezonabile și justificabile, alți evaluatori ar putea să argumenteze pentru o valoare diferită.

O tranzacție efectivă ce implică vânzarea unei afaceri poate fi încheiată la un preț mai mare sau mai mic, în funcție de împrejurările exacte ale tranzacției, de situația afacerii la data tranzacției, cunoștințele și motivațiile cumpărătorului și vânzătorului la momentul respectiv.

Descrierea Societății

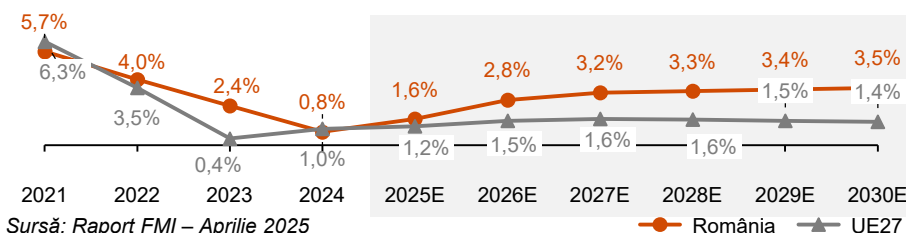
Descrierea Societății	7
1 Contextul macroeconomic	8
2 Analiza pieței relevante	10
3 Prezentarea Societății	13
4 Rezultate financiare istorice	16
5 Activul net contabil al Societății	19
6 Previziuni financiare	20

România a atins rate de creștere a PIB-ului mai mari decât media UE în perioada 2022 - 2023. În 2024, creșterea economică a încetinit la 0,8%, însă estimările arată o revenire graduală de la 1,6% în 2025 la 3,5% în 2030.

România este o piață europeană de talie medie, cu un produs intern brut de 353,8 miliarde EUR și o populație de circa 19,1 milioane de locuitori în anul 2024. Creșterea economiei pe termen lung este susținută de ansamblul industrial diversificat și competitiv, costurile încă scăzute cu forța de muncă, potențialul agricol semnificativ și o dependență energetică relativ redusă. În ciuda potențialului de dezvoltare semnificativ, economia României rămâne dependentă de evoluția economică și geo-politică europeană și chiar globală și, într-o măsură din ce în ce mai mare, de disponibilitatea forței de muncă calificate, marcată de emigrație și scăderea natalității. România este clasificată în prezent la ultima treaptă recomandată investițiilor cu privire la datoria guvernamentală de către trei agenții de rating, respectiv Standard & Poor's, Fitch și Moody's. În ultimii 10 ani nu a existat nicio îmbunătățire a ratingului, iar în ultimele luni perspectiva a fost modificată de către toate cele trei agenții de rating de la stabilă la negativă.

După pandemia COVID-19, România a avut doi ani de creștere economică solidă, de 5,7% în 2021 și de 4,0% în 2022, urmând ca în anul 2023 creșterea să încetinească la 2,4%, respectiv la 0,8% în 2024. Estimările FMI arată însă o revenire graduală, de la 1,6% în 2025 până la 3,5% în 2030.

Rata de creștere a PIB: Romania vs. EU 27

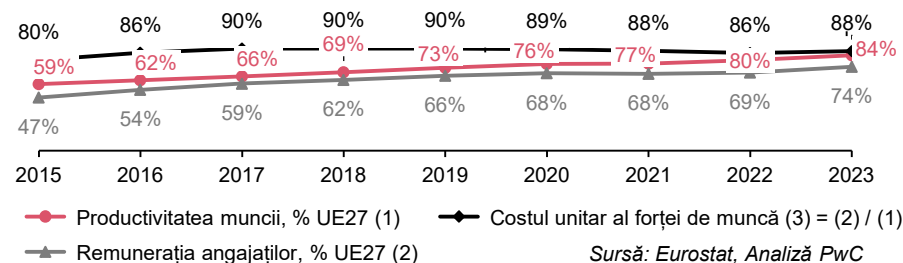


Conform ultimelor date disponibile, în anul 2024, atât exporturile, cât și importurile de bunuri și servicii au scăzut ca procent din PIB, la 35,6%, respectiv la 41,7%, în timp ce deficitul balanței comerciale a crescut la 6,1% din PIB, de la 4,8% în anul 2023.

România a atins în mod constant rate de creștere a PIB mai ridicate decât media UE, ceea ce creează premise pentru convergența economică. PIB-ul României pe cap de locuitor la paritatea puterii de cumpărare în comparație cu media UE a crescut în ultimii zece ani, de la 56% în 2015 la 79% în 2024, țara noastră avansând șapte locuri anul trecut, până pe poziția 19 la nivel de UE.

Conform ultimelor date disponibile, costul mediu unitar al forței de muncă în România rămâne sub media UE din perioada 2017-2019 (90% la nivel de UE), cu toate ca există o ușoară creștere în anul 2023 în raport cu anul 2022, în contextul creșterii atât a productivității muncii, cât și a remunerării, conform ultimelor date prezentate de Eurostat.

Costul unitar al forței de muncă – România, PPS



În România, presiunea pentru creșterea salariilor este una ridicată având în vedere reducerea de personal și deficitul de competențe, cauzate de emigrare și de îmbătrânirea populației.

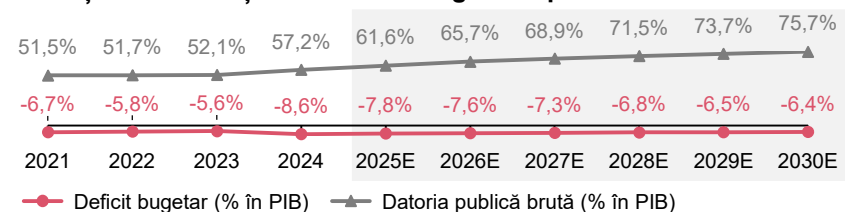
În ultimii șase ani, deficitul bugetar în România a depășit ținta de 3% stabilită prin Tratatul de la Maastricht. De asemenea, așteptările sunt ca datoria publică să depășească pragul de 60% în 2025.

În ultimii trei ani, creșterea salariilor la nivelul economiei locale a plasat România în top 3 în țările UE, cu creșteri de 14,5% în anul 2022, de 17,3% în anul 2023 și de 13,2% în anul 2024, într-un context inflaționist ridicat. Rata șomajului în România a scăzut ușor de la 5,6% în 2022 la 5,4% în 2024, în timp ce media UE a scăzut cu 0,3 p.p., până la 5,9%, în aceeași perioadă.

În ultimii șase ani, deficitul bugetar al României a depășit limita de 3% din PIB, stabilită în Tratatul de la Maastricht, sancțiunile pentru deficit excesiv devenind din ce în ce mai probabile. În perioada 2022-2024, România s-a clasat de asemenea în top trei cele mai mari deficite bugetare la nivel UE. În perioada următoare, este așteptată o scădere a deficitului bugetar, însă acesta va rămâne la un nivel înalt până în anul 2030.

Datoria publică brută a României a avut o pondere de 57,2% în PIB în 2024 și este așteptată să depășească limita de 60% stabilită prin Tratatul de la Maastricht în anul 2025. Aceasta s-a situat însă sub datoria medie a UE de 82,7% raportată de FMI pentru anul 2024. Datoria publică brută în sumă absolută mai mult decât s-a dublat în ultimii cinci ani în România, ajungând la 1.011 miliarde lei în anul 2024 conform datelor publicate de FMI

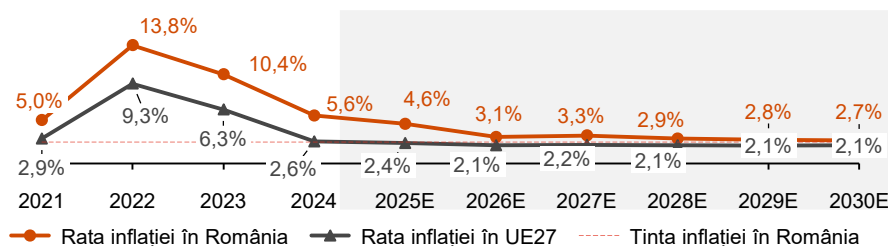
Evoluția datoriilor și a deficitului bugetar raportate la PIB în România



Sursă: Raport FMI – Aprilie 2025

Rata medie a inflației din România a fost pe locul întâi la nivel de UE pe baza indicelui armonizat al prețurilor de consum (IAPC) în anul 2024. Estimările FMI arată o tendință de scădere treptată a ratei inflației până la 2,7% în 2030, ușor peste ținta de 2,5% a BNR. În încercarea de a controla inflația, Banca Națională a României (BNR) a majorat rata de politică monetară cu 5,75 pp între septembrie 2021 și ianuarie 2023. După 1,5 ani de stabilitate a ratei de dobândă, tendința se inversează, BNR hotărând în vara anului 2024 să reducă rata de dobândă de două ori cu câte 0,25 pp până la nivelul actual de 6,5%, pe fondul temperării inflației.

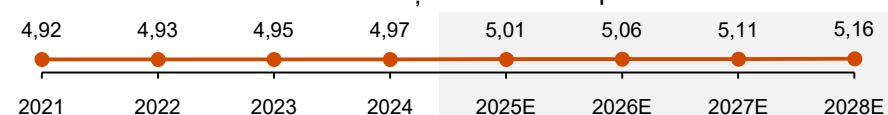
Rată inflație (medie anuală, IPC) – România vs. UE



Sursă: Raport FMI – Aprilie 2025

Evoluție curs de schimb EUR/RON

Moneda națională a României s-a depreciat față de euro în ultimii ani și se estimează că această tendință va continua până în 2028.



Sursă: BNR, Estimări Comisia Națională de Prognoză - Septembrie 2024

Studiul Fitch Solutions (2024) prezintă o creștere a gradului de ocupare de la nivelul minim de 26,6% înregistrat în anul pandemic 2020 la 45,6% în 2024, nivel ce depășește și anul pre-pandemic 2019, cu un trend ascendent până în 2028.

Sectorul de turism din România

România dispune de o piață turistică internă bine definită, deoarece nivelurile scăzute ale veniturilor medii ale gospodăriilor au limitat, într-o oarecare măsură, capacitatea de călătorie în străinătate a populației. Piața turistică locală are un potențial substanțial de creștere pe termen lung, datorită:

- destinațiilor de vacanță în orașe, stațiunilor de pe litoral și a destinațiilor pentru sporturi de iarnă, festivalurilor internaționale de muzică organizate în diferite zone ale țării;
- accesibilității prin numeroase conexiuni rutiere, aeriene și feroviare transfrontaliere;
- furnizării de tichete de vacanță de către angajatori și a voucherelor de vacanță emise de guvern angajaților.

Totuși, piața de turism din România rămâne mai puțin dezvoltată în comparație cu anumite piețe din Europa, în special în sezonul de vară, când litoralul românesc nu reușește să atragă un număr semnificativ de turiști din străinătate, dar și pe fondul unei infrastructuri precare.

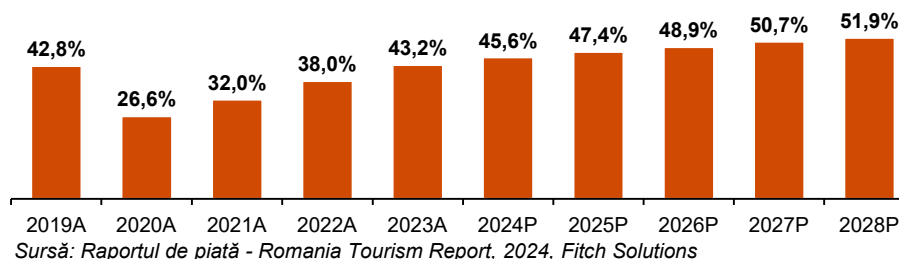
În 2023, România a înregistrat aprox. 13,6 m de sosiri de turiști, 85% dintre aceștia fiind cetățeni români și 15% turiști străini, conform INSSE. Cei mai mulți turiști străini vin din zona Europei datorită zborurilor dese de tip buget redus (chartere), dar și a conexiunilor rutiere și feroviare cu țările învecinate.

Sectorul hotelier din România

Potrivit datelor furnizate în raportul de piață *Romania Tourism Report*, 2024, emis de Fitch Solutions, se estimează că nivelul **gradului de ocupare** în 2024 va crește cu 2,4 pp vs. anul 2023.

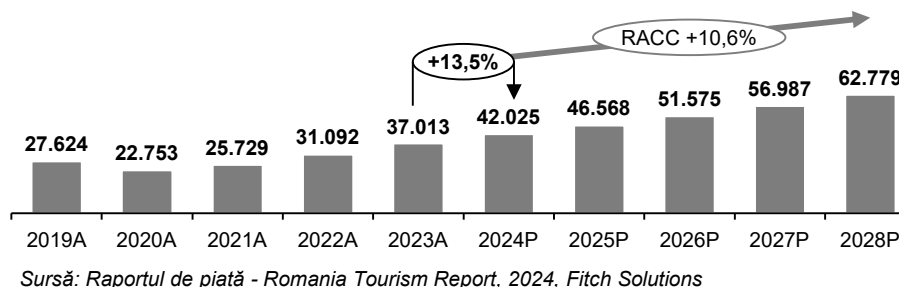
Odată cu redresarea industriei după restricțiile pandemiei COVID-19, previziunile Fitch Solutions indică o creștere semnificativă a gradului de ocupare în 2024 atingând cel mai ridicat nivel din 2019 până în prezent, de 45,6%. Totodată, se așteaptă o creștere de la 45,6% în 2024 la 51,9% în 2028, susținută de creșterea numărului de turiști străini. Această evoluție consolidează încrederea potențialilor investitori.

Gradul de ocupare al hotelurilor din România, perioada 2019 - 2028 (%)



Pe baza datelor furnizate de Fitch Solutions, **veniturile** aferente sectorului hotelier din România vor crește cu o rată anuală compusă de creștere (din eng. „Compound Annual Growth Rate” sau „RACC”) de aprox. 10,6% în perioada 2024 – 2028.

Evoluția veniturilor din industria hotelieră, România (mil. RON)



Conform INSSE, în perioada 2019 - 2023 au fost cazați în medie cca. 11.296 mii turiști în aproximativ 10.729 structuri de primire turistică. Cea mai vizitată zonă este reprezentată de București și alte orașe reședință de județ

Evoluția structurilor de primire turistică

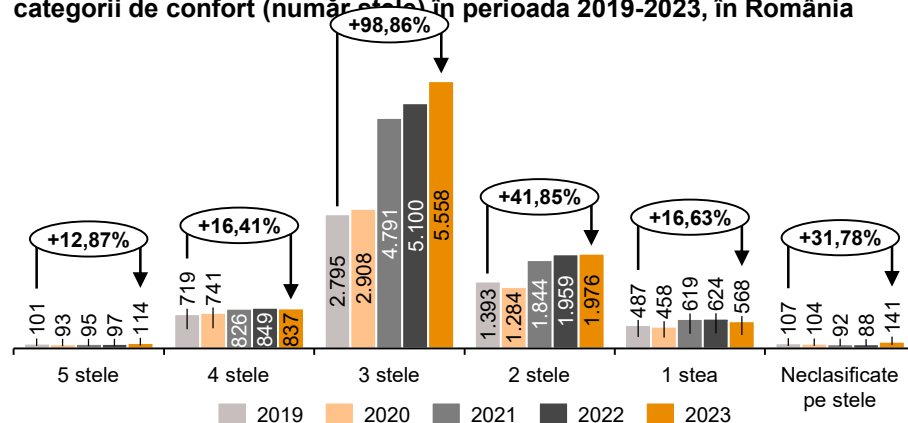
Conform INSSE, în perioada 2019 - 2023, numărul total de structuri de primire turistică din România a înregistrat un nivel mediu de 10.729, în timp ce numărul de structuri de primire turistică ce sunt clasificate pe categorii de stele a înregistrat un nivel mediu de 7.474.

Ponderea cea mai semnificată în structurile de primire turistică cu funcțiuni de cazare turistică după categoria de confort (număr stele) este reprezentată de unitățile de 3 stele, care reprezintă cca. 57% din total.

Structurile de 5 stele și cele neclasificate au cea mai mică pondere în totalul structurilor de primire turistică după categoria de confort de tip număr stele, respectiv de 1,5% și 1,0%.

Numărul total al unităților de primire turistică a crescut în anul 2023 peste nivelul înregistrat în 2019, cu 51,1%, ajungând la 12.697 unități.

Structurile de primire turistică cu funcțiuni de cazare turistică pe tipuri de categorii de confort (număr stele) în perioada 2019-2023, în România



Sursă: Baza de date TEMPO a INSSE

Privat și confidențial

PwC | Transilvania Investments Alliance S.A.

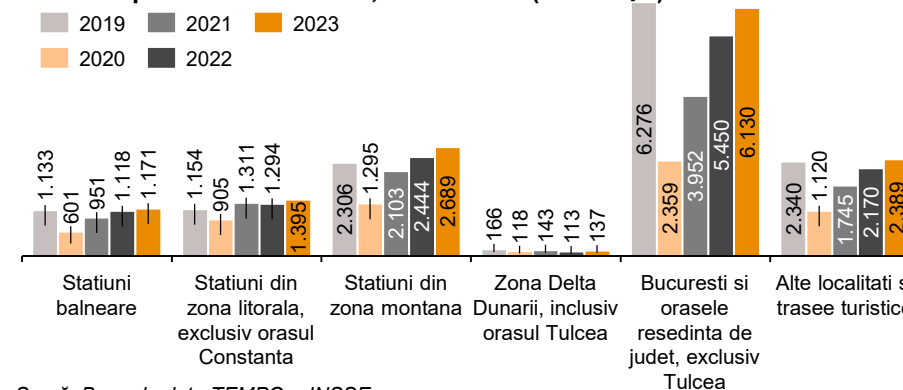
Evoluția numărului de turiști

Indiferent de destinația turistică analizată, se observă un trend de scădere semnificativ al numărului de turiști în anul 2020 în comparație cu anul 2019, din cauza pandemiei generată de COVID-19. Deși pandemia a afectat sectorul de turism prin impunerea restricțiilor, începând cu anul 2021, se înregistrează un trend ascendent, culminând în anul 2023 cu o revenire a numărului de turiști, depășind nivelurile înregistrate în 2019.

Zona turistică ce include *București și alte orașe de reședință de județ* a atras cei mai mulți turiști în perioada 2019 - 2023, atingând un număr de 24.167 mii turiști conform bazei de date a INSSE.

Zona turistică ce include *București și alte orașe de reședință* deține cea mai ridicată pondere a numărului de turiști din România. Numărul de vizitatori pe această zonă a suferit cea mai mare scădere în anul 2020, la aprox. 2,4 mil, de la circa 6,3 mil. În 2019, urmând ca până la finalul anului 2023 să revină la 6,1 mil.

Numărul de turiști cazați în structurile de primire turistică în funcție de cazare în perioada 2019-2023, în România (mii turiști)



Sursă: Baza de date TEMPO a INSSE

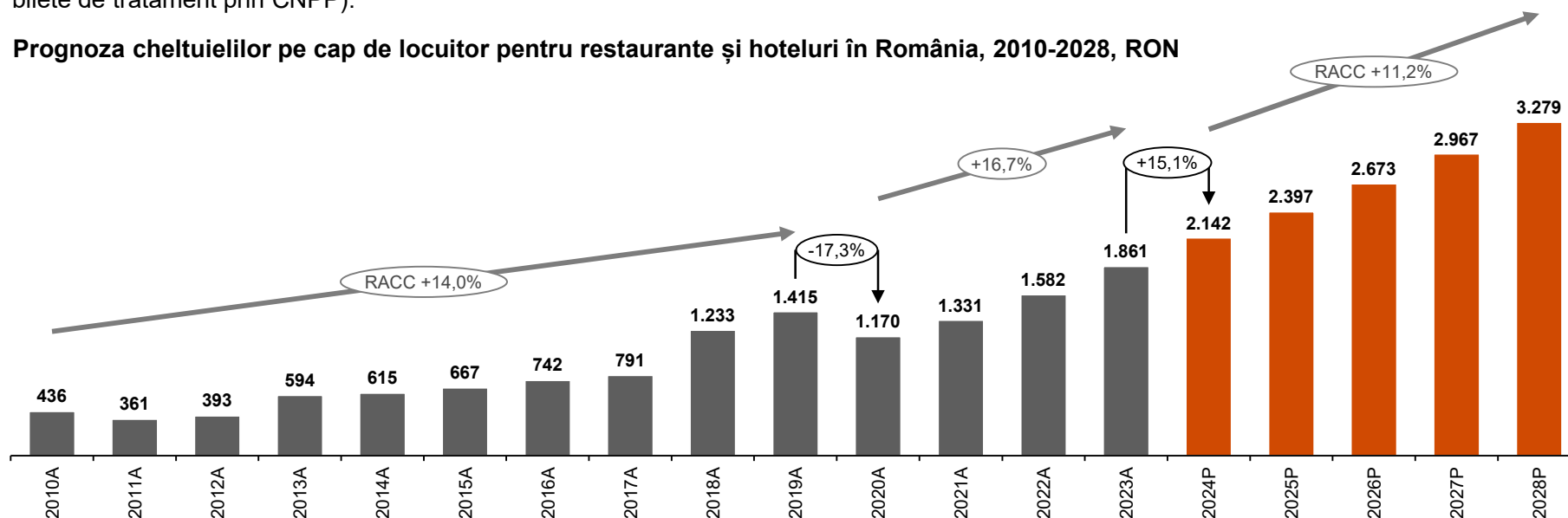
august 2025

Potrivit datelor de piață, cheltuielile pe cap de locuitor aferente restaurantelor și hotelurilor se vor majora cu o RACC de 11,2% în perioada 2024 - 2028, după o creștere semnificativă în anul 2023 de 17,6% față de anul 2022.

În categoria activităților conexe serviciilor de cazare oferite de unitățile hoteliere sunt (a) alimentația publică din restaurante și (b) serviciile de tratament (tratament balnear, spa, wellness, etc). **Consumul pe piața hotelurilor și restaurantelor** a înregistrat un trend pozitiv până în 2020, moment în care cheltuielile pe cap de locuitor au scăzut la 1.170 RON pe fondul pandemiei de COVID-19. Conform Fitch Solutions, în anul 2023, cheltuielile pe cap de locuitor au crescut cu 17,6% față de 2022, iar în perioada 2024 – 2028, se așteaptă o creștere medie anuală (RACC) de aproximativ 11,2%.

În anul 2020, veniturile obținute din alte servicii adiacente oferite de către unitățile de cazare (ex: tratament balnear, spa, wellness, organizarea de evenimente private) au scăzut semnificativ. Mai mult decât atât, centrele balneare au fost principalele unități afectate deoarece (1) au funcționat la capacitate redusă în 2020, dar și pe o perioadă a anului 2021 din cauza restricțiilor impuse de autorități și (2) o mare parte din clienții țintă făceau parte din grupul de risc în contextul crizei de sănătate publică existentă (ex: pensionarii care achiziționau bilete de tratament prin CNPP).

Proгноza cheltuielilor pe cap de locuitor pentru restaurante și hoteluri în România, 2010-2028, RON



Sursă: Raportul de piață - Romania Tourism Report, 2024, Fitch Solutions

Turism Felix este o societate admisă la tranzacționare pe piața reglementată administrată de BVB începând cu anul 2007.



Turism Felix S.A. funcționează ca societate comercială pe acțiuni, având numărul de înregistrare la Registrul Comerțului J05/132/1991. Societatea are sediul social în str. Victoria nr. 22, Băile Felix, comuna Sânmartin, județul Bihor.

Societatea își desfășoară activitatea potrivit codului CAEN 5510 "Hoteluri și alte facilități de cazare similare". Activitatea de bază a Societății este cea de tratament balnear, alimentație publică și agrement, turism intern și internațional, exploatarea resurselor de apă termominerală și distribuirea acestora pe baza licenței de concesiune a dreptului de exploatare a apelor termale pe o perioadă de 20 de ani, cu posibilitatea de prelungire pe perioade succesive de 5 ani.

Perimetrul de exploatare a resurselor de apă termominerală cuprinde întreaga zonă Felix și Băile 1 Mai, TUFÉ fiind singurul responsabil cu activitățile de exploatare a rezervelor de apă termominerală, putând cesa dreptul de exploatare altor entități în baza contractelor de livrare încheiate cu acestea, atât timp cât activitățile acestora nu influențează activitățile proprii de exploatare.

La 30.06.2025, Societatea deține acțiuni în următoarele entități:

- Transilvania Travel & Hotels S.A., cu un capital social compus din 3.034.448 total acțiuni – la 31.12.2024, valoarea justă a participația TUFÉ de 18,35% a fost ajustată în sensul deprecierei integrale a acesteia, deoarece această entitate a intrat în insolvență din 2017;

- Turism Lotus Felix S.A. ("Turism Lotus"), cu un capital social compus din 1.266.999.819 total acțiuni – la 30.06.2025, participația TUFÉ în Turism Lotus este de 30,33%.

În perioada 22.05.2025 - 04.06.2025, acționarul majoritar a derulat o oferta publică voluntară de cumpărare acțiuni.

În cadrul ofertei publice s-a subscris un număr de 1.022.432 acțiuni, reprezentând 4,216% din obiectul ofertei. Prețul pentru retragere oferit de acționarul majoritar a fost de **0,41 RON/acțiune**.

La finalizarea ofertei publice, ofertantul deține un număr de 467.956.517 acțiuni reprezentând 95,2704% din capitalul social al emitentului și din drepturile de vot ale acestuia.

Transilvania Investments Persoane fizice și juridice

95,2704%

4,7296%

Turism Felix S.A.

Număr total acțiuni: 491.187.962

Valoare nominală: 0,10 RON/ acțiune

Serviciile de bază furnizate de TUFЕ includ oferte de pachete de servicii, precum cazare, tratament, alimentație publică, agrement și alte servicii. La 30.06.2025, două din cele șapte structuri de cazare sunt suspendate de la utilizare.

» Serviciile de bază furnizate de TUFЕ

- » Aceste servicii sunt furnizate prin intermediul celor **șapte structuri hotelier** deținute de Societate, în camere single, duble sau apartamente. Acestea cuprind în total **~2.376 locuri** (incluzând **hotelurile Someș și Unirea**).

Structuri hoteliere în operare la 30.06.2025

	Capacitate construită	Internațional	Termal	Nufărul	Poienița	Mureș
Cazare	Număr stele	4 stele	3 stele	3 stele	3 stele	2 stele
	Număr locuri	340	303	148	302	650
	Număr camere	210	183	76	158	360

- » Conform informațiilor din Raportul semestrial la 30.06.2025, societatea TUFЕ deține imobilizări **suspendate de la utilizare**. Acestea sunt amortizate contabil în continuare, fiind prezentate la valoare netă 893.821 RON în situațiile financiare la 30.06.2025. Acestea sunt reprezentate în cea mai mare parte de clădiri (**hotelurile Someș și Unirea**). Pentru aceste active suspendate de la utilizare, TUFЕ are în vedere identificarea de resurse necesare pentru reabilitarea lor și ulterior a reintroducerii acestora în circuitul turistic. Managementul estimează că valoarea recuperabilă a acestor imobilizări este mai mare decât valoarea contabilă, astfel încât nu a fost necesară înregistrarea unor deprecieri suplimentare.

Tratament

- » Pentru asigurarea serviciilor medicale, TUFЕ dispune de **cinci baze de tratament** aferente complexelor turistice **Internațional, Termal, Poienița, Mureș și Unirea**.
- » La granița dintre serviciile medicale și cele de agrement sunt serviciile din **centrele de wellness** din complexele turistice **Internațional, Termal și Apollo**. Centrul de wellness Internațional are în plus un bazin interior cu apă termală.

Fiecare structură hotelieră furnizează servicii de alimentație publică. Printre cele mai solicitate servicii de agrement sunt cele ale Complexului Apollo.

» Serviciile de bază furnizate de TUFÉ (continuare):

Alimentație publică

- » Aceste servicii sunt furnizate prin intermediul celor **șapte restaurante categoria a I-a** deținute de TUFÉ, aparținând hotelurilor **Internațional, Termal, Nufărul, Poienița, Mureș, Someș, Unirea**, fiecare dispunând de 1-3 saloane și de terase amenajate.
- » Suplimentar, în cadrul complexului Poiana, a fost amenajat un **club**, cu o capacitate de **300 locuri**.
- » În total sunt disponibile **~2.892 locuri** pentru servirea mesei.
- » Societatea deține, de asemenea, baruri de zi din cadrul complexelor hoteliere, respectiv spații cu destinația de bufet-restaurant din Complexul de agrement Apollo - Felix.

Agrement

- » Serviciile **Complexului de agrement Apollo** sunt cele mai solicitate pe parcursul anului. Acestea includ piscine cu apă termală acoperite/ în aer liber, spații pentru jocuri și centrul de wellness.
- » În perioada mai – septembrie, acestora li se adaugă și serviciile oferite de **Ștrandul Felix**, care includ piscine cu apă termală și pentru înot, piscine pentru copii, mini aqua-parc, terenuri de beach volley și de mini-forbal.
- » **Ștrandul Venus - 1 Mai** a fost modernizat, acesta incluzând bazine cu apă termală în aer liber, piscină pentru copii, tobogan acvatic, terenuri de sport.

Alte servicii turistice

- » Valorificarea, pe bază de comision, a serviciilor turistice proprii, prin tour-operatori.
- » Transport cu mijloace auto proprii.
- » Închirierea de săli pentru conferințe/alte evenimente.
- » Pachete de servicii ocazionate de marcarea unor sărbători/ alte evenimente.

- » Alte activități - (1) închirierea de terenuri și spații pentru activități comerciale sau prestări de servicii, pe bază de contracte încheiate cu terți, (2) distribuirea de apă termominerală către persoane fizice și juridice din Băile Felix pe bază de contract, (3) redistribuirea de utilități către persoane fizice și juridice din Băile Felix, pe bază de contract, conform tarifelor aprobate de Autoritatea Națională de Reglementare pentru Serviciile Comunitare de Utilități Publice sau alte autorități în domeniu.

Sursă: Raportul semestrial la 30.06.2025 publicat de Turism Felix S.A., website-ul Societății

La 30.06.2025, Societatea înregistrează o datorie netă de 45.372 mii RON și un capital de lucru negativ net de 23.605 mii RON.

Turism Felix S.A. - Situația poziției financiare

mii RON	31-dec.-22	31-dec.-23	31-dec.-24	30-iun.-25
Imobilizări necorporale	282	137	354	569
Imobilizări corporale	217.786	272.761	268.404	265.138
Imobilizări financiare	15.410	17.562	18.945	18.945
Total active imobilizate	233.478	290.460	287.703	284.652
Stocuri	1.593	2.792	1.162	1.867
Creanțe comerciale și alte creanțe	5.157	7.758	6.658	7.745
Investiții pe termen scurt	1.133	1.239	17	-
Casa și conturi la bănci	15.055	6.021	4.411	3.395
Total active circulante	22.937	17.810	12.247	13.007
Cheltuieli în avans	197	185	257	199
Total active	256.612	308.455	300.207	297.858
Împrumuturi pe termen scurt	-	4.269	10.021	17.709
Datorii comerciale - furnizori	9.214	10.005	9.157	11.089
Sume datorate entităților din grup	2	-	-	1.079
Dividende de plată	192	274	274	33
Alte datorii	5.543	10.167	9.474	10.236
Datorii pe termen scurt	14.951	24.715	28.926	40.146
Împrumuturi din emisiunea de obligațiuni	9.937	-	-	-
Împrumuturi pe termen lung	-	34.671	32.441	29.945
Alte datorii	12.109	14.569	12.443	12.092
Datorii pe termen lung	22.047	49.240	44.884	42.037
Provizioane	1.545	-	-	-
Venituri în avans	49	-	-	-
Capitaluri proprii	218.021	234.501	226.397	215.675
Total datorii și capitaluri proprii	256.612	308.455	300.207	297.858

Sursa: Rapoartele anuale publicate de TUFÉ în perioada 2022 – 2024, Raportul semestrial publicat de TUFÉ la 30.06.2025, Analiză PwC

Capitalul de lucru net la 30 iunie 2025 este de (23.605) mii RON

- Stocuri: 1.867 mii RON;
- Creanțe: 7.745 mii RON;
- Chelt. în avans: 199 mii RON;
- Dat. comerciale și avansuri: (11.089) mii RON;
- Alte datorii: (22.328) mii RON.

Datoria netă la 30 iunie 2025 este de (45.372) mii RON

- Numerar și echivalente de numerar: 3.395 mii RON;
- Împrumuturi pe termen scurt și lung: (47.654) mii RON;
- Sume datorate entităților din grup: (1.079) mii RON;
- Dividende de plată: (33) mii RON;

Activele imobilizate ale Societății sunt reprezentate în principal de imobilizări corporale, care dețin o pondere medie în total active de 87,6% în perioada 31.12.2022 - 31.12.2024. Principalele imobilizări corporale deținute de Turism Felix sunt construcțiile, terenurile și amenajările de terenuri, respectiv instalații tehnice și mașini, utilaje și mobilier.

La 30.06.2025, **imobilizările financiare** includ doar valoarea justă a participației TUFÉ în Turism Lotus, deoarece valoarea participației TUFÉ în societatea Transilvania Travel & Hotels a fost ajustată în sensul deprecierei integrale, această societate fiind în insolvență din 2017.

Creanțele comerciale și alte creanțe reprezintă în medie 2,2% din totalul activelor în perioada 2022 - 2024, respectiv 2,6% la Data Evaluării.

Datoriile comerciale și alte datorii pe termen scurt și lung reprezintă circa 11,2% din totalul activelor la 30.06.2025. La Data Evaluării, Turism Felix înregistrează **împrumuturi pe termen scurt**, care includ în principal linia de credit, creditul pentru nevoi curente și ratele creditului de investiții ce trebuie rambursate în anul 2025. **Împrumuturile pe termen lung** includ creditul pentru investiții. La data de 31.12.2024, Societatea nu a îndeplinit condiția privind indicatorul DSCR. Ulterior, Societatea a primit un waiver temporar din partea băncii pentru renunțarea la respectarea acestei condiții, fără a suferi repercursiuni financiare imediate. După finalizarea perioadei de acordare a waiver-ului, TUFÉ trebuie să îndeplinească din nou indicatorul DSCR la 31.12.2025. Managementul consideră că neîndeplinirea indicatorului la 31.12.2024 este cauzată de circumstanțe temporare și nu reflectă o problemă structurală pe termen lung. **Sumele datorate entităților din grup** includ creditul pe termen scurt contractat de la Transilvania Leasing & Credit IFN S.A., pe o perioadă de 6 luni, pentru acoperirea nevoilor temporare de numerar în extrasezon.

Veniturile din exploatare au scăzut cu 3,5% în 2024 vs. 2023, însă au înregistrat o creștere de 6,0% în primele 6 luni comparativ cu aceeași perioadă a anului precedent, deși au fost înregistrate deviații față de BVC.

Turism Felix S.A. - Situația performanței financiare

mii RON	2022	2023	2024	6L 2024	6L 2025
Cifra de afaceri netă	95.678	102.171	98.330	34.105	36.022
Cazare	33.968	38.469	37.370	12.977	13.054
Alimentație publică	35.673	36.166	33.113	10.887	11.818
Tratament	8.645	8.568	7.808	2.510	3.062
Agrement	10.320	10.375	12.239	3.660	4.957
Alte venituri aferente cifrei de afaceri	7.073	8.594	7.799	4.071	3.131
Alte venituri din exploatare	721	267	474	272	401
Total venituri din exploatare	96.400	102.438	98.804	34.377	36.423
Cheltuieli cu materialele	5.322	5.531	4.929	2.876	1.067
Cheltuieli cu utilitățile	15.068	17.479	15.865	8.123	6.455
Cheltuieli cu mărfurile	11.842	10.955	9.944	3.223	3.569
Cheltuieli cu personalul	38.333	45.894	51.072	23.013	21.508
Cheltuieli prestații externe	6.374	6.508	7.380	3.132	3.929
Cheltuieli cu impozite și taxe	2.927	3.233	3.143	1.548	1.796
Alte cheltuieli de exploatare	(45)	2.352	3.852	503	358
Total cheltuieli operaționale	79.821	91.951	96.185	42.417	38.682
EBITDA	16.579	10.487	2.619	(8.040)	(2.258)
<i>Marja EBITDA</i>	<i>17,2%</i>	<i>10,2%</i>	<i>2,7%</i>	<i>-23,4%</i>	<i>-6,2%</i>
Cheltuieli cu deprecierea și amortizarea	7.671	8.313	10.769	5.220	6.920
EBIT	8.908	2.174	(8.150)	(13.260)	(9.178)
<i>Marja EBIT</i>	<i>9,2%</i>	<i>2,1%</i>	<i>-8,2%</i>	<i>-38,6%</i>	<i>-25,2%</i>
Rezultatul financiar	253	(748)	(3.260)	(1.679)	(1.905)
Profit înainte de impozit	9.161	1.426	(11.409)	(14.939)	(11.083)
Impozit pe profit	525	356	(2.192)	-	(361)
Profit net	8.636	1.070	(9.217)	(14.939)	(10.722)
<i>Marja profitului net</i>	<i>9,0%</i>	<i>1,0%</i>	<i>-9,3%</i>	<i>-43,5%</i>	<i>-29,4%</i>

Numărul mediu de salariați

704

720

695

Sursa: Rapoartele anuale publicate de TUFE în perioada 2022 - 2024, Raportul semestrial publicat de TUFE la 30.06.2024, respectiv 30.06.2025, Analiză PwC

Veniturile din exploatare înregistrate de Societate includ câștigurile obținute din serviciile de cazare, alimentație publică, tratament, agrement și alte venituri. În perioada 2022 - 2023, veniturile Societății înregistrează un trend crescător, subliniind o creștere de 6,3% în anul 2023 comparativ cu anul precedent. Această evoluție este susținută în principal de **creșterea veniturilor din cazare** cu 13,3%, respectiv a **altor venituri aferente cifrei de afaceri** cu 21,5% în aceeași perioadă.

În 2024, veniturile societății Turism Felix au scăzut față de anul precedent cu 3,5%, iar în semestrul 1 2024 comparativ cu aceeași perioadă a anului precedent, au crescut cu 6.0%, linia de afaceri care a contribuit cel mai semnificativ în sensul creșterii cifrei de afaceri fiind **veniturile din agrement** în ambele situații comparate.

La 30.06.2025, Societatea a înregistrat deviații negative semnificative față de Bugetul de venituri și cheltuieli ("BVC") aferent semestrului 1, în principal pe seama contextului economic actual și a noilor condiții de piață. Conform Raportului semestrial la 30.06.2025, după Data Evaluării și până la data aprobării situațiilor financiare semestriale, aceste deviații de la BVC s-au accentuat. Conform Managementului, deoarece **lunile iulie – august reprezintă cea mai profitabilă perioadă** din an pentru Societate, **șansele de recuperare a acestor deviații în trimestrele următoare sunt reduse.**

Începând cu anul 2024, Societatea înregistrează marje EBIT negative, pierderea netă contabilă la Data Evaluării fiind de 10,7 m RON.

Turism Felix S.A. - Situația performanței financiare

mii RON	2022	2023	2024	6L 2024	6L 2025
Cifra de afaceri netă	95.678	102.171	98.330	34.105	36.022
Cazare	33.968	38.469	37.370	12.977	13.054
Alimentație publică	35.673	36.166	33.113	10.887	11.818
Tratament	8.645	8.568	7.808	2.510	3.062
Agrement	10.320	10.375	12.239	3.660	4.957
Alte venituri aferente cifrei de afaceri	7.073	8.594	7.799	4.071	3.131
Alte venituri din exploatare	721	267	474	272	401
Total venituri din exploatare	96.400	102.438	98.804	34.377	36.423
Cheltuieli cu materialele	5.322	5.531	4.929	2.876	1.067
Cheltuieli cu utilitățile	15.068	17.479	15.865	8.123	6.455
Cheltuieli cu mărfurile	11.842	10.955	9.944	3.223	3.569
Cheltuieli cu personalul	38.333	45.894	51.072	23.013	21.508
Cheltuieli prestații externe	6.374	6.508	7.380	3.132	3.929
Cheltuieli cu impozite și taxe	2.927	3.233	3.143	1.548	1.796
Alte cheltuieli de exploatare	(45)	2.352	3.852	503	358
Total cheltuieli operaționale	79.821	91.951	96.185	42.417	38.682
EBITDA	16.579	10.487	2.619	(8.040)	(2.258)
<i>Marja EBITDA</i>	<i>17,2%</i>	<i>10,2%</i>	<i>2,7%</i>	<i>-23,4%</i>	<i>-6,2%</i>
Cheltuieli cu deprecierea și amortizarea	7.671	8.313	10.769	5.220	6.920
EBIT	8.908	2.174	(8.150)	(13.260)	(9.178)
<i>Marja EBIT</i>	<i>9,2%</i>	<i>2,1%</i>	<i>-8,2%</i>	<i>-38,6%</i>	<i>-25,2%</i>
Rezultatul financiar	253	(748)	(3.260)	(1.679)	(1.905)
Profit înainte de impozit	9.161	1.426	(11.409)	(14.939)	(11.083)
Impozit pe profit	525	356	(2.192)	-	(361)
Profit net	8.636	1.070	(9.217)	(14.939)	(10.722)
<i>Marja profitului net</i>	<i>9,0%</i>	<i>1,0%</i>	<i>-9,3%</i>	<i>-43,5%</i>	<i>-29,4%</i>
Numărul mediu de salariați	704	720	695		

Sursa: Rapoartele anuale publicate de TUFE în perioada 2022 – 2024, Raportul semestrial publicat de TUFE la 30.06.2024, respectiv 30.06.2025, Analiză PwC

Cheltuielile din exploatare la nivelul Societății au crescut cu o rată CAGR de 9,8% pe perioada 2022 - 2024, în principal pe seama **creșterii cheltuielilor cu personalul**, în pofida faptului că numărul mediu de angajați a scăzut de la 704 angajați în 2022 la 695 angajați în 2024. În primele 6 luni 2025, cheltuielile cu personalul au scăzut cu 6,5% față de aceeași perioadă a anului precedent.

Cheltuielile cu materiile prime au avut o pondere de 2,9% în totalul veniturilor din exploatare în semestrul 1 2025, în timp ce **cheltuielile privind mărfurile** au reprezentat 9,8% din total venituri din exploatare în aceeași perioadă.

Cheltuielile cu utilitățile au reprezentat 17,7% din veniturile din exploatare în semestrul 1 2025, crescând cu o rată CAGR de 2,6% în perioada 2022 - 2024, însă în primele 6 luni 2025 comparativ cu aceeași perioadă a anului precedent, acestea au scăzut semnificativ, cu 20,5%. Așa cum este menționat în secțiunea anterioară, Societatea obține, de asemenea, venituri și din redistribuirea de utilități către persoane fizice și juridice din Băile Felix, pe bază de contract, impactând pozitiv nivelul cheltuielilor cu utilitățile.

Cheltuielile cu prestațiile externe și cheltuielile cu impozite și taxe au crescut cu 25,5%, respectiv 16,0% în primele 6 luni 2025 față de aceeași perioadă a anului precedent, reprezentând 10,8%, respectiv 4,9% din totalul veniturilor din exploatare înregistrate în sem. 1 2025.

Pe baza acestor evoluții înregistrate la nivelul veniturilor și cheltuielilor, cauzate, în principal, de contextul macroeconomic și condiții specifice de piață, începând cu anul 2024, societatea Turism Felix înregistrează o **marjă EBIT negativă, pierderea netă contabilă** la 30.06.2025 fiind de 10,7 milioane RON.

La 30.06.2025, Activul net contabil al societății Turism Felix, calculat ca diferență între active și datorii, se ridică la 215.675 mii RON, echivalentul a 0,44 RON/acțiune.

Activul net contabil al societății Turism Felix la 30 iunie 2025

Turism Felix S.A. - Situația poziției financiare

mii RON	30-iun.-25
Imobilizări necorporale	569
Imobilizări corporale	265.138
Imobilizări financiare	18.945
Total active imobilizate	284.652
Stocuri	1.867
Creanțe comerciale și alte creanțe	7.745
Investiții pe termen scurt	-
Casa și conturi la bănci	3.395
Total active circulante	13.007
Cheltuieli în avans	199
Total active	297.858
Împrumuturi pe termen scurt	17.709
Datorii comerciale - furnizori	11.089
Sume datorate entităților din grup	1.079
Dividende de plată	33
Alte datorii	10.236
Datorii pe termen scurt	40.146
Împrumuturi din emisiunea de obligațiuni	-
Împrumuturi pe termen lung	29.945
Alte datorii	12.092
Datorii pe termen lung	42.037
Provizioane	-
Venituri în avans	-
Capitaluri proprii	215.675
Total datorii și capitaluri proprii	297.858

Valoarea activului net contabil/ acțiune	30-iun.-25
Activ net (mii RON)	215.675
Număr de acțiuni (#)	491.187.962
Activ net per acțiune (RON)	0,44

Capitalurile proprii au scăzut cu aproximativ 4,7% la 30.06.2025 față de 31.12.2024, în principal pe seama rezultatului exercițiului înregistrat (pierdere netă contabilă de 10.722 mii RON la 30.06.2025 vs. pierderea netă contabilă de 9.217 mii RON în 2024).

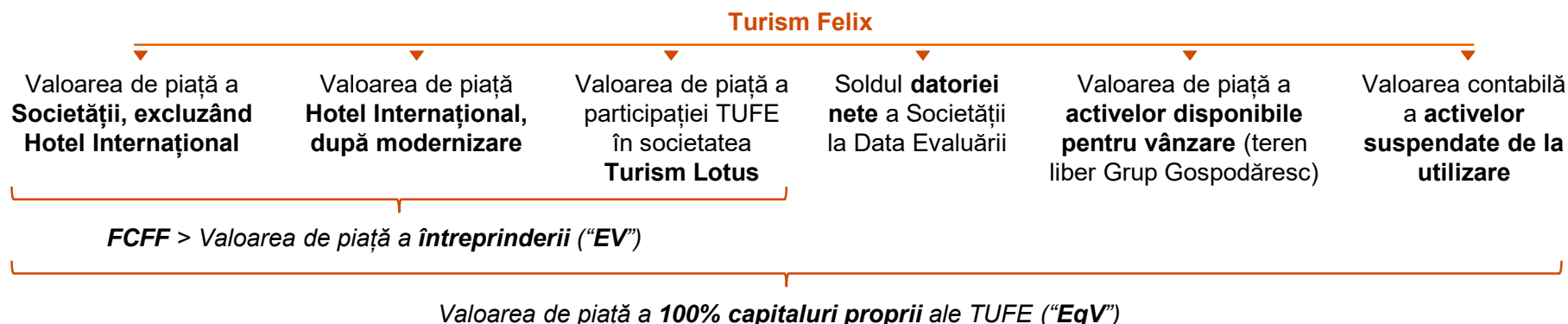
La 30.06.2025, activul net contabil al Turism Felix, calculat ca diferență între active și datorii, se ridică la 215.675 mii RON. Cu un număr total de 491.187.962 acțiuni, **Activul net contabil/ acțiune este de 0,44 RON.**

Sursa: Raport financiar emis de Turism Felix S.A. la 30.06.2025

Valoarea de piață a TUFÉ (EV) a fost estimată la nivelul a trei mari componente. Estimarea valorii de piață pentru 100% capitaluri proprii ale TUFÉ (EqV) include datoria netă, activele disponibile pentru vânzare și activele suspendate de la utilizare.

1. Ipoteze generale

» Proiecția fluxurilor de numerar la dispoziția acționarilor societății TUFÉ, include următoarele componente:



- » Ipotezele specifice **fiecărei componente a valorii de piață a Societății (EV)** la 30.06.2025 sunt prezentate în paginile următoare.
- » Așa cum este prezentat în cadrul secțiunii anterioare - „Rezultate financiare istorice”, Societatea înregistrează o **datorie netă** de 45.372 mii RON la 30.06.2025, incluzând în principal sume datorate instituțiilor de credit (i.e., credite pentru investiții).
- » La 30.06.2025 Societatea deține **active disponibile pentru vânzare**, și anume **terenul liber aferent Grupului Gospodăresc**, localizat în localitatea Sânmartin, bulevardul Felix nr. 190, județul Bihor. Acesta are o suprafață totală de 25.680 mp. Valoarea de piață a terenului a fost estimată de un evaluator extern, la **10.151 mii RON (2.040 mii EUR)** la data de 02.04.2025, în contextul următoarelor ipoteze: (1) tip teren – intravilan, pentru dezvoltare comercială, (2) valoarea include costurile de demolare ale construcțiilor, (3) valoarea nu este afectată de TVA, (4) a fost aplicată Abordarea prin piață (Metoda comparației directe). În urma revizuirii raportului extern de evaluare a acestui teren, considerăm rezonabilă valoarea de piață estimată de evaluatorul extern.
- » Conform Raportului semestrial la 30.06.2025, TUFÉ deține **imobilizări suspendate de la utilizare**. Acestea sunt amortizate contabil în continuare, au o valoare netă de 893 mii RON și includ în principal clădiri (Hotel Someș și Hotel Unirea).

BVC-ul Societății pentru anul 2025 a fost ajustat ținând cont de veniturile și cheltuielile așteptate să fie realizate, în special cele din lunile iulie și august – perioada cea mai profitabilă din an pentru activitatea TUFÉ.

2. Ipoteze generale - Societate (exclusiv Hotel internațional începând cu anul 2026)

- » Proiecția fluxurilor de numerar au fost estimate pe perioada Semestrul 2 2025 - 2036, astfel:
 - » Anul 2025: Au fost considerate veniturile și cheltuielile la nivel de Societate, conform Bugetului de venituri și cheltuieli ("BVC") publicat de TUFÉ. Veniturile și cheltuielile pentru semestrul 2 2025 au fost estimate ca diferență între realizatul în primul semestru 2025 și bugetul pe întreg anul 2025.
 - » Perioada 2026 - 2036: Începând cu anul 2026, fluxurile de numerar la nivel de Societate exclud previziunile estimate de TUFÉ pentru Hotelul Internațional.
- » Ca punct de pornire pentru veniturile și cheltuielile estimate la nivel de Societate exclusiv Hotel Internațional pe perioada 2026 - 2036, a fost utilizat BVC-ul Societății pentru anul 2025, excluzând Hotel Internațional. Apoi, veniturile și cheltuielile bugetate astfel rezultate au fost ajustate în lunile iulie - august 2025 (plin sezon al activității Societății), în linie cu abaterile semnificative sesizate de Societate în Raportul semestrial la 30.06.2025 a rezultatelor realizate față de cele bugetate pentru în luna iulie-august, astfel:
 - » Abatere venituri realizate vs. bugetate de ~22% în luna iulie 2025 > ajustare negativă venituri BVC 2025 în lunile iulie - august de **22%**;
 - » Abatere cheltuieli realizate vs. bugetate de ~15% în luna iulie 2025 > ajustare negativă cheltuieli BVC 2025 în lunile iulie - august de **15%**.
- » Conform Raportului semestrial la 30.06.2025, **lunile iulie - august reprezintă cea mai profitabilă perioadă din an pentru activitatea TUFÉ**, și în acest context Managementul estimează că șansele de recuperare a acestor deviații în trimestrele următoare sunt reduse, influențând negativ rezultatul financiar anual cu cel bugetat.
- » Considerând aceste premise, gradul de ocupare în anul 2025 detaliat în paginile următoare a fost ajustat negativ cu 22%, pentru a considera tendințele așteptate de Management.
- » Principalele cauze identificate și prezentate de TUFÉ în Raportul semestrial la 30.06.2025 privind deviațiile față de BVC 2025, includ contextul economic actual (inflația în creștere, majorări ale salariului minim etc., cu impact direct asupra activității Societății) și condițiile de piață actuale (modificări privind taxarea voucherelor de vacanță, respectiv procesul de acordare a acestora, cu impact direct asupra activității Societății).

Previziunile financiare pentru activitatea Societății (fără Hotel International după modernizare) au avut în vedere stabilizarea marjei EBITDA la 24,2% în ultimul an de previziune (2036), în linie cu piața.

Societate (exclusiv Hotel International începând cu anul 2026) (1/3)

Previziuni financiare la nivel de Societate (excl. Hotel Internațional pe perioada 2026 - 2036)

mii RON	S2 2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
Cifra de afaceri netă	76.403	89.398	94.670	99.036	103.948	108.974	114.194	119.616	125.247	131.094	137.164	143.466
Cazare	27.624	28.867	30.849	32.460	34.317	36.225	38.210	40.275	42.424	44.660	46.984	49.401
Alimentație publică	27.930	30.056	32.119	33.796	35.730	37.716	39.783	41.934	44.171	46.498	48.919	51.435
Tratament	5.404	6.506	6.952	7.315	7.734	8.164	8.611	9.077	9.561	10.065	10.588	11.133
Agrement	10.673	15.822	16.337	16.809	17.273	17.736	18.212	18.701	19.202	19.718	20.247	20.790
Alte venituri aferente cifrei de afaceri	4.772	8.148	8.413	8.656	8.894	9.133	9.378	9.630	9.888	10.153	10.426	10.706
Alte venituri din exploatare (42)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total venituri din exploatare	76.361	89.398	94.670	99.036	103.948	108.974	114.194	119.616	125.247	131.094	137.164	143.466
Cheltuieli cu materialele	4.163	3.968	4.241	4.462	4.718	4.980	5.253	5.537	5.832	6.139	6.459	6.791
Cheltuieli cu utilitățile	8.372	12.715	13.128	13.507	13.880	14.252	14.635	15.027	15.431	15.845	16.270	16.706
Cheltuieli cu mărfurile	8.790	9.435	10.083	10.610	11.217	11.840	12.489	13.164	13.866	14.597	15.357	16.147
Cheltuieli cu personalul	24.752	41.179	42.518	43.746	44.954	46.599	47.849	49.133	50.451	51.805	53.696	55.137
Cheltuieli prestații externe	4.615	8.199	8.465	8.710	8.950	9.191	9.437	9.690	9.950	10.217	10.491	10.773
Cheltuieli cu impozite și taxe	859	2.447	2.527	2.600	2.672	2.743	2.817	2.893	2.970	3.050	3.132	3.216
Alte cheltuieli de exploatare	1.146	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total cheltuieli operaționale	52.697	77.944	80.962	83.634	86.390	89.605	92.480	95.444	98.501	101.653	105.405	108.770
EBITDA	23.663	11.455	13.708	15.401	17.558	19.368	21.714	24.172	26.746	29.440	31.759	34.696
Marja EBITDA	31,0%	12,8%	14,5%	15,6%	16,9%	17,8%	19,0%	20,2%	21,4%	22,5%	23,2%	24,2%
Cheltuieli cu deprecierea și amortizarea	4.166	10.400	10.856	11.123	11.499	11.278	11.047	11.439	11.837	11.935	12.209	12.567
EBIT	19.498	1.055	2.852	4.278	6.060	8.090	10.668	12.733	14.909	17.506	19.550	22.129
Marja EBIT	25,5%	1,2%	3,0%	4,3%	5,8%	7,4%	9,3%	10,6%	11,9%	13,4%	14,3%	15,4%

Sursa: Planul de afaceri al Societății Turism Felix S.A (fără Hotel International începând cu anul 2026)., 2025 - 2036; Analiză PwC

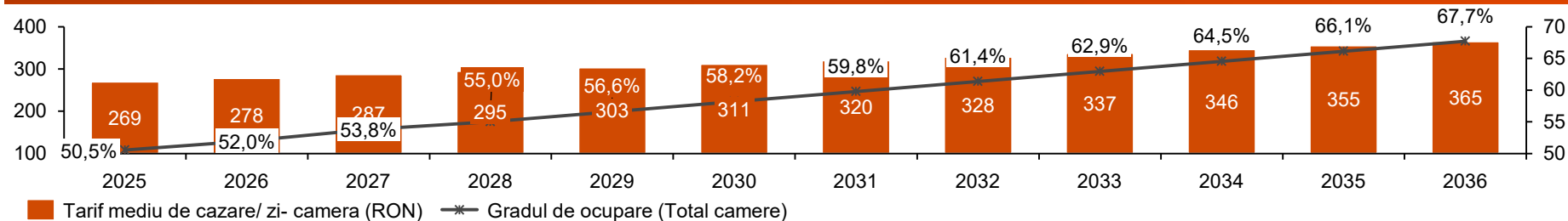
Previziunile viitoarelor fluxuri de numerar pentru societatea Turism Felix se bazează pe **Planul de afaceri 2025 - 2036**, pentru activitatea Societății (fără Hotel International după modernizare).

Pentru **6L 2025**, veniturile și cheltuielile au fost estimate prin diferența dintre estimatul realizat de Societate pentru anul 2025 și realizatul la 30 iunie 2025.

Conform Planului de afaceri, se așteaptă ca **marjele EBITDA** și **EBIT** să se stabilizeze la 24,2%, respectiv 15,4% în anul 2036, în linie cu media pieței (detalii în Anexa 6).

Gradul mediu de ocupare este așteptat să crească constant în perioada de previziune, ajungând la 67,7% în 2036. Se așteaptă o creștere medie anuală de 3% a tariful mediu de cazare/ zi-cameră în perioada 2025 - 2036.

Societate (exclusiv Hotel International începând cu anul 2026) (2/3)



Sursa: Planul de afaceri al societății Turism Felix S.A. (fără Hotel International începând cu anul 2026), 2025 - 2036; Analiză PwC

- **Numărul de camere disponibile** este de 417 camere de 4 stele (Hotelurile Termal, Nufărul și Poienița) și 360 camere de 2 stele (Hotelul Mureș).
- **Numărul camerelor/ zi în funcțiune** este prevăzut la 1.764 pe tot parcursul perioadei de previziune.
- **Gradul de ocupare** din totalul de 1.764 camere este bugetat la 50,5% în 2025, fiind estimat să crească gradual până la nivelul de 67,7% în anul 2036.

- Veniturile din cazare sunt estimate în medie la 34% din total **venituri din exploatare** în perioada 2025 - 2036, veniturile din alimentație publică fiind așteptate să contribuie în medie cu 35%, veniturile din tratament și SPA cu 7%, veniturile din agrement cu 16%, iar alte venituri cu 8%.
- **Tariful mediu de cazare/ zi-cameră** este așteptat să crească anual în medie cu 3% pe parcursul perioadei de previziune explicită, pornind de la 269 RON/cameră în 2025 și ajungând la 365 RON/cameră în 2036.

- Cheltuielile cu personalul sunt așteptate să contribuie cel mai mult la **cheltuielile totale de exploatare** (în medie cu 51% în 2025 2036).
- Cheltuielile cu utilitățile sunt așteptate să dețină în medie a doua cea mai mare contribuție la totalul cheltuielilor de exploatare în 2025 - 2036 (16%), fiind urmate de cheltuielile cu mărfurile (14%), cu terții cu (10%), cu materialele (6%), cu taxe și impozite cu (3%) și alte cheltuieli cu (0,2%).

Cheltuielile de capital în perioada de previziune explicită au fost alocate în proporție de 30% pentru mentenanța construcțiilor, respectiv 70% pentru mentenanța altor active (instalații tehnice, mașini, utilaje și mobilier).

Societate (exclusiv Hotel International începând cu anul 2026) (3/3)

mii RON	S2 2025	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
Capital de lucru net	(24.374)	(24.374)	(19.596)	(20.632)	(21.444)	(22.465)	(23.445)	(24.461)	(25.445)	(26.609)	(27.742)	(28.917)	(30.052)

Sursa: Rapoartele financiare Turism Felix S.A. 2022 – 6 luni.2025, Planul de afaceri al societății Turism Felix (fără Hotel International începând cu anul 2026) 2025 - 2036; Analiză PwC

În previziunile **capitalului de lucru net** s-au folosit durate de rotație derivate pe baza valorilor medii înregistrate la nivel de Societate în perioada 2022 - 2024, de:

- 41 zile pentru stocuri;
- 24 zile pentru creanțe comerciale și alte creanțe;
- 0,2% pentru cheltuielile înregistrate în avans;
- 78 de zile pentru datoriile comerciale;
- 79 de zile pentru alte datorii pe termen scurt;
- 0,02% pentru veniturile înregistrate în avans.

Pe baza ipotezelor utilizate, s-a determinat ponderea capitalului de lucru net în total venituri din exploatare. Se estimează că nivelul capitalului de lucru net se va stabili la **(20,9%)** din venituri spre sfârșitul perioadei de prognoză explicită și în anul terminal.

mii RON	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
Cheltuieli de capital (CapEx)	7.515	12.650	12.775	12.900	12.900	12.900	7.740	7.740	7.740	7.740	7.740	7.740

Sursa: Planul de investiții al societății Turism Felix S.A. (exclusiv Hotel International începând cu anul 2026) 2025 - 2036; Analiză PwC

Cheltuielile de capital (eng. CapEx) au fost estimate și puse la dispoziția noastră de către Managementul Societății. Acestea se referă, în principal, la lucrări de mentenanță a bazei de active existente, respectiv în proporție de 30% pentru construcții și 70% pentru alte active (instalații tehnice, mașini, utilaje și mobilier).

Complexul Mercure - Accor (fostul Hotel Internațional): Proiecțiile viitoarelor fluxuri de numerar se bazează pe Planul de afaceri și Planul de investiții publicate de Societate și date macroeconomice.

Plan de afaceri - Complexul Mercure - Accor 4*

Planul de afaceri și Planul de investiții publicate de Societate pentru Complexul Mercure - Accor (Hotelul Internațional după modernizare) au avut în vedere următoarele:

- a) Societatea a întocmit și publicat Planul de afaceri al Complexului Mercure - Accor (fostul Hotel Internațional): cu venituri și cheltuieli estimate pe perioada 2026 -2036, în ipoteza în care se așteaptă ca acest activ să genereze venituri începând cu anul 2026. Previziunile estimate de Societate sunt exprimate în EUR.
- b) Conform Planului de investiții întocmit și publicat de Societate, valoarea totală estimată a investiției pentru renovarea fostului Hotel Internațional la standardele Mercure 4* este de **10,3 milioane EUR**, investiția fiind planificată pe perioada 2025 - 2026. Perioada de prognoză explicită reflectă perspectivele pe termen lung în urma renovărilor planificate, și cuprinde:
 - 1) faza investițională: 2025 - 2026; și
 - 2) faza operațională: 2026 - 2036 – anul 2026 reprezentând anul redeschiderii Hotelului Internațional sub noua denumire de Mercure - Accor.

Ipoteze generale

În vederea analizei Planului de afaceri și a estimării fluxurilor viitoare de numerar, s-au avut în vedere un set de ipoteze cheie, care se încadrează în următoarele categorii:

- Indicatori și multipli de piață specifici sectorului analizat (EBITDA/ Vanzări, CapEx/ Vanzări etc.);
- Venituri și cheltuieli;
- Planul de investiții și nivelul fondului de rulment.

Date macroeconomice

Principalele ipoteze de piață au inclus previziunile macroeconomice generale, preluate din publicația "World Economic Outlook" ("WEO") emisă de FMI în aprilie 2025.

În cadrul evaluării, s-a aplicat:

- nivelul mediu al inflației din Europa (UE27) de 2,0%, care reflectă perspectiva pe termen lung a ratei selectate pentru perpetuitate, în linie cu previziunile FMI de inflație pe termen lung.

Notă: Activitățile desfășurate de PwC nu includ un audit, verificare limitată sau orice altă analiză de reconciliere a datelor financiare pentru unități și cele aferente Societății pe perioada istorică și / sau bugetată.

Previziunile financiare pentru Complexul Mercure - Accor au avut în vedere veniturile și cheltuielile estimate de Societate, în contextul afilierii complexului la rețeaua internațională a mărcii Mercure.

Previziuni financiare - Complexul Mercure - Accor (fostul Hotel Internațional) (1/3)

Previziuni financiare - Hotel Mercure - Accor (Fostul Hotel Internațional)

mii Euro	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
Cazare	-	3.146	3.749	3.936	4.274	4.658	4.891	4.940	5.076	5.329	5.596
Alimentație, din care	-	2.174	2.461	2.584	2.812	3.051	3.144	3.279	3.435	3.541	3.649
Alimentație	-	1.413	1.600	1.680	1.828	1.983	2.044	2.131	2.233	2.301	2.372
Băuturi	-	652	738	775	844	915	943	984	1.031	1.062	1.095
Alte venituri	-	109	123	129	141	153	157	164	172	177	182
Alte venituri	0	402	436	458	508	563	591	564	602	633	664
Total venituri din exploatare	3.268	5.722	6.646	6.978	7.594	8.272	8.627	8.783	9.113	9.503	9.909
Cheltuieli directe, din care	-	2.639	2.860	3.012	3.190	3.379	3.499	3.615	3.806	3.944	4.089
Cheltuieli cu salariile	-	1.474	1.538	1.617	1.678	1.741	1.807	1.877	1.949	2.025	2.105
Cheltuieli cu materiile prime	-	540	604	650	707	767	791	825	864	890	918
Alte cheltuieli	-	624	717	745	805	871	901	914	993	1.028	1.066
Cheltuieli indirecte, din care	-	1.226	1.415	1.484	1.608	1.662	1.732	1.764	1.827	1.809	1.886
Cheltuieli cu salariile	-	102	107	110	113	116	119	122	126	129	133
Alte cheltuieli	-	1.124	1.309	1.374	1.495	1.546	1.613	1.641	1.702	1.680	1.753
Taxe și impozite	-	220	272	327	360	385	400	404	415	431	447
Costuri alocate dinspre biroul cen	-	920	939	957	977	996	1.016	1.036	1.057	1.078	1.100
Total cheltuieli de exploatare	2.835	5.005	5.486	5.780	6.134	6.422	6.647	6.819	7.105	7.262	7.522
EBITDA	433	717	1.159	1.198	1.460	1.850	1.979	1.964	2.009	2.240	2.387
Marja EBITDA	13,3%	12,5%	17,4%	17,2%	19,2%	22,4%	22,9%	22,4%	22,0%	23,6%	24,1%
Amortizare	747	747	746	745	745	724	669	667	661	660	658
EBIT	(313)	(30)	414	452	715	1.126	1.310	1.297	1.347	1.580	1.730
Marja EBIT	-9,6%	-0,5%	6,2%	6,5%	9,4%	13,6%	15,2%	14,8%	14,8%	16,6%	17,5%

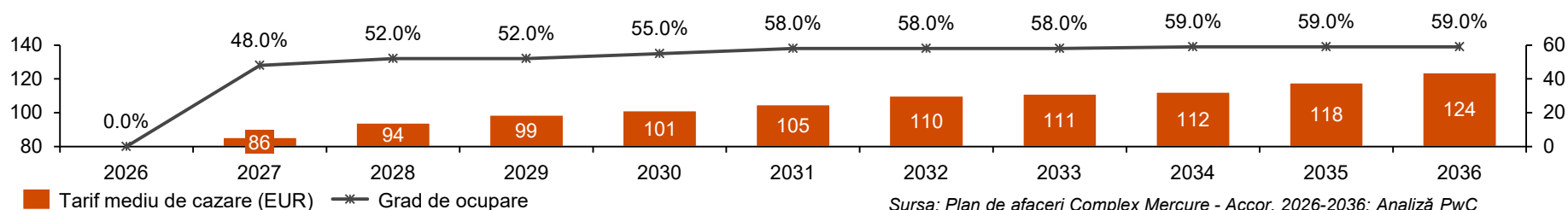
Sursa: Plan de afaceri Complex Mercure - Accor, 2026 - 2036; Analiză PwC

Previziunile viitoarelor fluxuri de numerar pentru Complexul Mercure - Accor au pornit de la **Planul de afaceri** întocmit și publicat de Societate pentru perioada **2026 - 2036**, în contextul afilierii la rețeaua internațională **Accor (Mercure)**.

Redeschiderea Complexului Mercure - Accor este estimată în anul **2026**, astfel că se așteaptă ca acest activ să genereze **venituri** începând cu același an.

Capacitatea de cazare totală a complexului Mercure - Accor este prevăzută la 210 camere pe întreaga perioadă de previziuni 2026 - 2036. Gradul de ocupare este estimat să se stabilizeze la 59% în ultimii trei ani de previziune.

Previziuni financiare - Complexul Mercure – Accor (fostul Hotel Internațional) (2/3)



- Redeschiderea Hotelului Internațional este așteptată să aibă loc în anul 2026, sub numele de Mercure - Accor, prin semnarea contractului de franciză cu Accor de către societatea Turism Felix S.A.
- În urma redeschiderii, **capacitatea totală de cazare** a Complexului Mercure - Accor este estimată la **210 camere** pe întreaga perioadă de previziuni 2026 - 2036.
- **Gradul de ocupare** este estimat să crească în 2028 la 52% de la nivelul previzionat pentru anul anterior (48%). În ultimii trei ani de previziune se așteaptă ca nivelul gradului de ocupare să se mențină la pragul de 59%, într-un scenariu conservator.

- Conform Planului de afaceri, Complexul Mercure - Accor va începe să genereze venituri și cheltuieli din anul 2026, odată cu redeschiderea acestuia sub marca Accor (Mercure).
- Proiecțiile **veniturilor din exploatare** includ venituri din cazare, alimentație (restaurante, baruri, room service, catering, evenimente) și alte servicii (wellness, spa, conferințe și expoziții, respectiv alte servicii auxiliare).
- **Veniturile din cazare** sunt estimate în medie la 56% din total venituri pe întreaga perioadă de previziuni, **veniturile din alimentație** fiind așteptate să contribuie în medie cu 37%, iar **alte venituri** (spa, diverse), cu 7% în medie.
- **Tariful mediu de cazare/ cameră** este așteptat să crească de la nivelul estimat de ~86 EUR în 2027, la ~124 EUR în 2036.

- **Cheltuielile din exploatare** includ:
 - cheltuielile departamentale: **cheltuieli directe** (cu salariile, materiile prime și alte cheltuieli) și **cheltuieli indirecte** (cu salariile și alte cheltuieli);
 - **cheltuieli cu taxe și impozite**.
- Cheltuielile cu salariile sunt estimate să contribuie în medie cu 30% la totalul cheltuielilor de exploatare, cheltuielile cu materiile prime cu 12%, cheltuielile cu taxe și impozite cu 6%, iar alte cheltuieli cu 37%.
- Conform Planului de afaceri al Mercure - Accor, **cheltuielile cu deprecierea și amortizarea** sunt estimate să scadă progresiv începând cu anul 2028, de la 746 mii EUR, până la 658 mii EUR în 2036.

Investiția totală pentru renovarea Complexului Mercure - Accor și a facilităților aferente, având în vedere afilierea la rețeaua internațională Accor (Mercure 4*), este estimată la 10,3 milioane EUR.

Previziuni financiare - Complexul Mercure - Accor (fostul Hotel Internațional) (3/3)

mii EUR	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
Capital de lucru net	(770)	(1.521)	(1.739)	(1.828)	(1.975)	(2.116)	(2.199)	(2.240)	(2.329)	(2.401)	(2.496)

Sursă: Plan de afaceri Complex Mercure - Accor 2026 - 2036; Analiză PwC

În previziunile **capitalului de lucru net** s-au folosit durate de rotație derivate pe baza valorilor medii înregistrate la nivel de Societate în 2022 – septembrie 2024, de:

- 41 zile pentru stocuri;
- 24 zile pentru creanțe;
- 0,2% pentru cheltuielile înregistrate în avans;
- 78 de zile pentru datoriile comerciale și avansuri;
- 79 de zile pentru alte datorii pe termen scurt și lung;
- 0,02% pentru veniturile înregistrate în avans.

Pe baza ipotezelor utilizate, s-a determinat ponderea capitalului de lucru net în total venituri din exploatare. Se estimează că nivelul capitalului de lucru net se va stabili la **(25,2%)** din venituri spre sfârșitul perioadei de prognoză explicită și în anul terminal.

mii EUR	2025	2026
Cheltuieli de capital (CapEx)	2.000	8.300

Sursă: Plan de afaceri Complex Mercure - Accor, 2024 - 2036; Analiză PwC

- Conform Planului de afaceri publicat de Societate pentru Complexul Mercure - Accor, nivelul total al **investiției** necesară pentru renovări și îmbunătățiri având în vedere rebrand-uirea sub marca Accor (Mercure 4*) este estimat la **10,3 milioane EUR**.
- Investiția presupune renovarea integrală a hotelului, cât și a facilităților acestuia. Cheltuielile de capital ("CapEx") estimate includ costurile pentru renovarea camerelor, modernizarea zonelor publice/ specifice, îmbunătățiri ale zonei de wellness și spa, actualizări tehnologie etc.

Turism Lotus Felix SA - Proiecțiile viitoarelor fluxuri de numerar se bazează pe rezultatele financiare istorice, Planul de afaceri și Planul de investiții furnizate de Societate, respectiv date macroeconomice.

Turism Lotus Felix SA - Planul de afaceri și Planul de investiții

Proiecțiile viitoarelor fluxuri de numerar ale Turism Lotus Felix S.A. se bazează pe Planul de afaceri și Planul de investiții pregătite de Societate, precum și pe rezultatele financiare istorice obținute de Societate, având în vedere următoarele:

- planul de afaceri întocmit de Turism Lotus include estimări pentru veniturile și cheltuielile la nivel de Societate (pentru Complexul Lotus și unitățile aferente), pe perioada 2025 - 2035; pentru următoarele 6 luni din 2025, veniturile și cheltuielile au fost estimate prin diferența dintre estimatul realizat de Societate pentru anul 2025 și realizatul în primele 6 luni 2025;
- conform Planului de investiții al Societății, valoarea totală estimată a investiției pentru renovarea și modernizarea hotelului Lotus Therm Spa & Luxury Resort 5* și a unităților aferente este de **49.702 mii RON (9.940 mii EUR)**, investiția fiind planificată pe perioada 2024 - 2026; data de finalizare estimată pentru întreaga renovare este planificată în aprilie 2026;
- s-a considerat calculul impozitului pe profit de 16% pe întreaga perioadă de previziuni.

Perioada de prognoză explicită reflectă perspectivele pe termen lung ale societății Turism Lotus în urma renovărilor și modernizărilor planificate de Societate, fiind cuprinsă între 1 iulie 2025 și 31 decembrie 2035.

În vederea analizei Planului de afaceri și a Planului de investiții, respectiv a estimării fluxurilor viitoare de numerar, s-au avut în vedere un set de ipoteze cheie, care se încadrează în următoarele categorii:

- indicatori de piață specifici sectorului analizat (EBITDA/ Vânzări, CapEx/ Vânzări etc.);
- venituri și cheltuieli;
- planul de investiții și nivelul fondului de rulment/ capital de lucru net.

Date macroeconomice și de piață

Principalele ipoteze de piață au inclus previziunile macroeconomice generale pentru România, preluate din publicația „*World Economic Outlook*” („WEO”), emisă de FMI în luna aprilie 2025;

În cadrul analizei de evaluare, s-a aplicat nivelul mediu al inflației din România de 2,5% (care reflectă perspectiva pe termen lung a ratei selectate pentru perpetuitate, în linie cu previziunile FMI de inflație pe termen lung).

Notă: Activitățile desfășurate de PwC nu includ un audit, verificare limitată sau orice altă analiză de reconciliere a datelor financiare pentru unități și cele aferente Societății pe perioada istorică și/sau bugetată.

Turism Lotus Felix SA: Previziunile financiare au avut în vedere stabilizarea marjei EBITDA la 25,8% în ultimul an de previziune (2035), în linie cu piața.

Previziuni financiare (1/3)

S.C. Turism Lotus Felix S.A. - Previziuni financiare

mii RON	S2 2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Cazare	3.834	25.200	26.677	28.220	29.831	32.302	33.677	34.687	35.728	36.800	37.904
Alimentație publică	1.811	14.400	15.244	16.126	17.047	18.458	19.244	19.821	20.416	21.028	21.659
Tratament și SPA	538	3.960	4.192	4.435	4.688	5.076	5.292	5.451	5.614	5.783	5.956
Agrement	628	1.467	1.474	1.482	1.489	1.497	1.504	1.504	1.504	1.504	1.504
Alte venituri din exploatare	(126)	80	82	84	85	87	89	91	93	95	97
Total venituri din exploatare	6.685	45.108	47.670	50.346	53.140	57.420	59.806	61.554	63.355	65.210	67.120
Cheltuieli cu mărfurile	219	4.329	4.582	4.847	5.123	5.547	5.783	5.957	6.135	6.319	6.509
Cheltuieli cu materiale	-	3.015	2.373	2.493	2.617	2.803	3.630	2.986	3.071	3.159	3.249
Cheltuieli cu utilitățile	2.512	7.696	8.013	8.341	8.683	9.131	9.453	9.737	10.029	10.330	10.640
Cheltuieli cu terții	1.160	4.161	4.286	4.415	4.547	4.683	4.824	4.969	5.118	5.271	5.429
Cheltuieli cu impozite și taxe	328	1.189	1.225	1.262	1.300	1.339	1.379	1.420	1.463	1.507	1.552
Cheltuieli cu personalul	7.762	17.156	17.671	18.201	18.747	19.309	19.889	20.485	21.100	21.733	22.385
Alte cheltuieli de exploatare	15	41	42	44	45	46	48	49	51	52	54
Ajustari de provizioane	94	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total cheltuieli de exploatare	12.089	37.588	38.192	39.602	41.062	42.859	45.006	45.603	46.966	48.371	49.817
EBITDA	(5.404)	7.520	9.478	10.744	12.078	14.562	14.800	15.952	16.389	16.839	17.303
Marja EBITDA	(80,8%)	16,7%	19,9%	21,3%	22,7%	25,4%	24,7%	25,9%	25,9%	25,8%	25,8%
Cheltuieli cu amortizarea și deprecierea	3.204	6.695	6.001	5.827	5.773	5.446	5.361	5.406	4.593	4.205	4.232
EBIT	(8.607)	825	3.477	4.917	6.306	9.116	9.440	10.545	11.796	12.633	13.070
Marja EBIT	(128,7%)	1,8%	7,3%	9,8%	11,9%	15,9%	15,8%	17,1%	18,6%	19,4%	19,5%

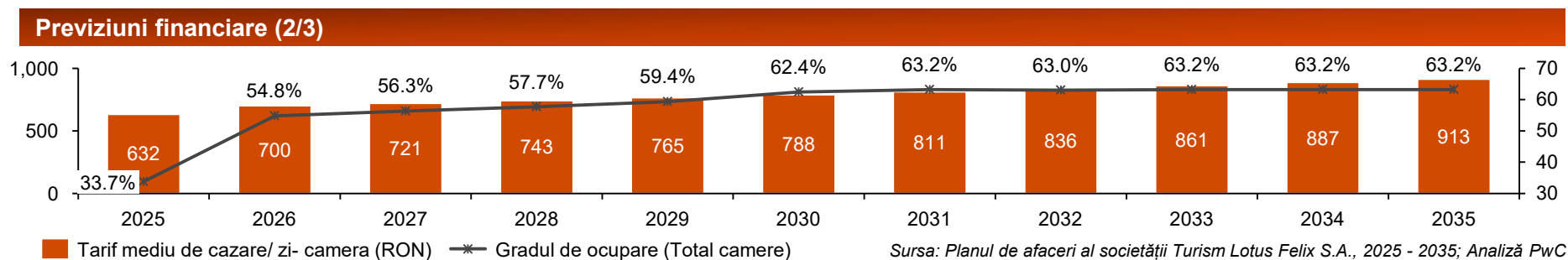
Sursa: Planul de afaceri al societății Turism Lotus Felix S.A., 2025 - 2035; Analiză PwC

Previziunile viitoarelor fluxuri de numerar pentru societatea Turism Lotus se bazează pe **Planul de afaceri 2025 - 2035**, întocmit de Societate în contextul **investițiilor majore de renovare și modernizare** planificate pe perioada **2024 - 2026**.

Pentru **Sem. 2 2025**, veniturile și cheltuielile au fost estimate prin diferența dintre estimatul realizat de Societate pentru anul 2025 și realizatul la 30 iunie 2025.

Conform Planului de afaceri, se așteaptă ca **marjele EBITDA și EBIT** să se stabilizeze la 25,8%, respectiv 19,5% în anul 2035, în linie cu piața (detalii în Anexa 6).

Ulterior finalizării lucrărilor de renovare și modernizare, gradul de ocupare este estimat la cca. 63% pe perioada 2031 - 2035. Se așteaptă o creștere medie anuală de 3% a tarifului mediu de cazare/zi-cameră în perioada 2027 - 2035.



- Lucrările de renovare și modernizare sunt planificate pe perioada 2024 - 2026.
- Sunt propuse treptat spre renovare toate camerele, fiind așteptată închiderea treptată a acestora pe perioada 2025 - 2026. **Numărul camerelor/ zi în funcțiune** este estimat la 161 camere în 2025, respectiv 157 camere în 2026. Lucrările nu includ modificări la nivelul **capacității totale de cazare** de 180 camere pe perioada 2027 - 2035.
- **Gradul de ocupare** din totalul de 180 camere este estimat la 33,7% în 2025, fiind estimat să se stabilizeze la cca. 63% în 2031 - 2035.

- Conform Planului de afaceri, perioada 2025 - 2026 implică menținerea activității parțiale a hotelului.
- Veniturile din cazare sunt estimate în medie la 56% din total **venituri din exploatare** în perioada 2025 - 2035, veniturile din alimentație publică fiind așteptate să contribuie în medie cu 32%, veniturile din tratament și SPA cu 9%, veniturile din agrement cu 3%, iar alte venituri cu 0,2%.
- **Tariful mediu de cazare/ zi-cameră** este așteptat să fie mai redus pe perioada lucrărilor (632 RON în 2025, respectiv 700 RON în 2026), însă se așteaptă o creștere medie anuală de 3% în perioada 2027 - 2035, până la 913 RON în ultimul an de previziune, pe seama îmbunătățirilor aduse serviciilor și facilităților.

- Cheltuielile cu personalul sunt așteptate să contribuie cel mai mult la **cheltuielile totale de exploatare** (în medie cu 46% în 2025-2035).
- Cheltuielile cu utilitățile sunt așteptate să dețină în medie a doua cea mai mare contribuție la totalul cheltuielilor de exploatare în 2025 - 2035 (21%), fiind urmate de cheltuielile cu mărfurile (12%), cu terții cu (11%), cu materialele (7%), cu taxe și impozite cu (3%) și alte cheltuieli cu (0,1%).
- **Cheltuielile cu deprecierea și amortizarea** sunt estimate să scadă treptat începând cu anul 2027, fiind estimate la 4.232 mii RON în ultimul an de previziuni (2035).

Investiția totală pentru renovarea și modernizarea hotelului Lotus Therm Spa & Luxury Resort 5* și unităților aferente este estimată la 49,7 milioane RON (9,9 milioane EUR).

Previziuni financiare (3/3)

mii RON	S1 2025	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Capitalul de lucru net	(535)	(2.336)	(1.887)	(1.787)	(1.777)	(1.775)	(1.701)	(1.812)	(1.769)	(1.830)	(1.888)	(1.948)

Sursă: Rapoartele financiare anuale publicate de Turism Lotus Felix S.A. 2022 – 2024, Situațiile financiare la 30.06.2025, Planul de afaceri al societății Turism Lotus, 2025-2035; Analiză PwC

În previziunile **capitalului de lucru net** s-au folosit durate de rotație derivate pe baza valorilor medii înregistrate la nivel de Societate în perioada 2022 – iunie 2025, de:

- 22 zile pentru stocuri;
- 29 zile pentru creanțe comerciale și alte creanțe;
- 1,2% pentru cheltuielile înregistrate în avans;
- 69 de zile pentru datoriile comerciale;
- 43 de zile pentru alte datorii pe termen scurt;
- 1,2% pentru veniturile înregistrate în avans.

Pe baza ipotezelor utilizate, s-a determinat ponderea capitalului de lucru net în total venituri din exploatare. Se estimează că nivelul capitalului de lucru net se va stabili la **(2,9%)** din venituri spre sfârșitul perioadei de prognoză explicită și în anul terminal, în linie cu media pieței (detalii în Anexa 6).

mii RON	Bugetat	Realizat	Ramas de realizat
2024	5.315	1.943	3.371
2025, din care	36.553		
S1 2025		5.855	
S2 2025			30.698
2026	7.835		7.835
Total CapEx	49.702	7.798	41.904

Sursa: Planul de investiții al societății Turism Lotus Felix S.A., 2024 - 2026; Analiză PwC

- Conform Planului de investiții publicat de Societate, nivelul total al **investiției** necesară pentru renovări și modernizări este estimat la **49.702 mii RON (9.940 mii EUR)**, realizatul la 6L 2025 fiind de **7.798 mii RON (1.560 mii EUR)**.
- În 2024, Societatea a realizat doar o parte din totalul investițiilor bugetate (1.943 mii RON din totalul bugetat de 5.315 mii RON), astfel că restul cheltuielilor de capital (eng. CapEx) rămase de realizat (3.371 mii RON) au fost alocate în fluxurile de numerar estimate pentru 6L 2025 pentru evaluarea Societății la 30.06.2025.
- Cheltuielile de capital (CapEx) estimate includ costurile pentru renovarea camerelor, restaurantelor, recepției, modernizarea zonelor publice/ specifice, îmbunătățiri ale zonei de wellness și spa (Med Spa Nelumbo și Felixarium), etc.

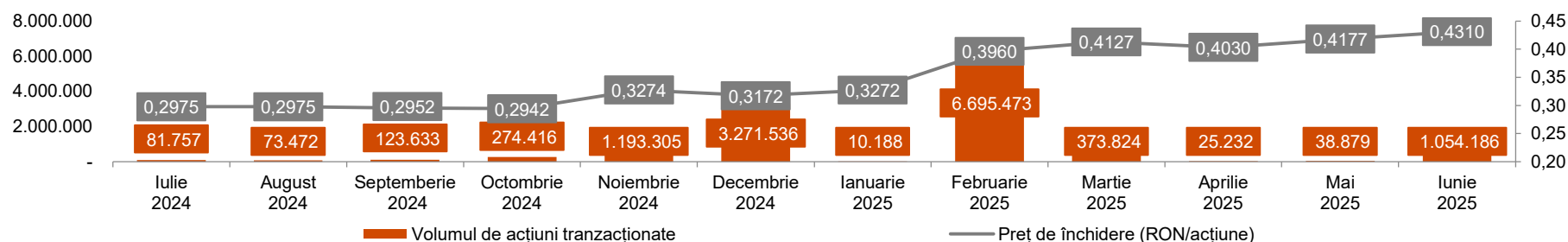
Evaluarea Societății

Evaluarea Societății	33
7 Evoluția bursieră a acțiunilor Turism Felix	34
8 Abordarea prin venit - Fluxuri de numerar actualizate	35
9 Abordarea prin piață - Analiză rezonabilitate	41
10 Concluzia evaluării	44

Acțiunile Turism Felix sunt tranzacționate pe BVB sub simbolul TUFEE. Pe baza datelor istorice, acțiunile TUFEE au fost tranzacționate la un preț mediu ponderat de 0,41 RON/acțiune în ultimele 6 luni, respectiv de 0,37 RON/acțiune în ultimele 12 luni.

Evoluția acțiunilor TUFEE la BVB în ultimele 6 luni, respectiv 12 luni de la Data Evaluării

Volumul de acțiuni vs. prețul de tranzacționare în perioada 1 iulie 2024 - 30 iunie 2025



Date tranzacționare în perioada 3 ianuarie 2025 - 30 iunie 2025

Turism Felix S.A.	Preț de închidere la data de 30.06.2025	Preț minim de închidere 6L	Preț mediu de închidere ponderat 6L	Preț maxim de închidere 6L
RON/acțiune	0,44	0,30	0,41	0,44

Date tranzacționare în perioada 1 iulie 2024 - 30 iunie 2025

Turism Felix S.A.	Preț de închidere la data de 30.06.2025	Preț minim de închidere	Preț mediu de închidere ponderat 12L	Preț maxim de închidere
RON/acțiune	0,44	0,28	0,37	0,44

Sursa: Datele anterior 30.01.2025 au fost puse la dispoziție de către TIA, iar datele ulterioare au fost preluate de pe BVB, Analiză PwC

- » Valorile mobiliare emise de societatea Turism Felix se tranzacționează la Bursa de Valori București („BVB”), la categoria standard, segmentul principal, sub simbolul „TUFEE”. Acțiunile TUFEE au demarat tranzacționarea la BVB pe 20 decembrie 1996. Conform Raportului semestrial publicat de Societate, la Data Evaluării, Turism Felix are un capital social de 49.118.796 RON împărțit în 491.187.962 acțiuni, cu o valoare nominală de 0,10 RON/acțiune. Pe baza informațiilor disponibile pe bursă, nivelul capitalizării bursiere a fost de 215,14 milioane RON la 30.06.2025. În perioada 1 iulie 2024 - 30 iunie 2025, au fost 736 de tranzacții în 181 ședințe de tranzacționare cu un volum total de acțiuni tranzacționate de 13.215.901 acțiuni.
- » Free float-ul aferent emitentului este unul redus, de 4,7296% din acțiuni, conform situației de la BVB la Data Evaluării. **Prețul pentru retragere** oferit de acționarul majoritar a fost de **0,41 RON/acțiune**.

Pe baza datelor istorice, putem concluziona că acțiunile TUFEE au fost tranzacționate la un preț de tranzacționare mediu ponderat de **0,41 RON/acțiune** în ultimele **6 luni** de la Data Evaluării, respectiv de **0,37 RON/acțiune** în ultimele **12 luni** de la Data Evaluării.

Abordarea prin venit este principala metodă de evaluare folosită pentru evaluarea Societății.

Abordarea prin venit – ipoteze

Metoda Fluxurilor de numerar actualizate (“FNA”/ “eng. DCF”)

Măsura valorii oricărei entități este capacitatea de a genera numerar în mod consecvent și continuu. În realitate, investitorii cumpără fluxuri de numerar operaționale viitoare. Cu cât sunt mai mari fluxurile de numerar așteptate, cu atât este mai mare valoarea unei achiziții.

Metoda FNA estimează valoarea unei afaceri ca valoare actualizată netă a fluxurilor de numerar viitoare estimate a fi generate de societate, folosind o rată de actualizare adecvată.

Fluxul de numerar la dispoziția întreprinderii (“FCFF”)

FCFF au fost estimate pentru o perioadă explicită de previziuni cuprinsă între Semestrul 2 2025 - 2035/2036 în funcție de activitatea/ activul evaluat și s-au bazat pe ipotezele descrise în secțiunea anterioară.

În perioada de previziuni (inclusiv perpetuitate) s-a aplicat o rată de impozitare a profitului de 16%. Impozitul, aplicat la profitul operațional (EBIT), a fost estimat a fi plătit în același an în care sunt înregistrate veniturile/ cheltuielile.

Rata de actualizare

Rata de actualizare după impozitare folosită în calculul valorii prezente nete a FCFF la data de 30 iunie 2025 a fost estimată la nivelul de 10,5% în RON (9.1% în EUR), reprezentând costul mediu ponderat al capitalului pentru sectorul de turism hotelier (detalii în *Anexa 5 – Costul capitalului* pentru detalii privind estimarea CMPC / WACC). Rata de actualizare nu include eventuale prime de risc suplimentar pentru riscul de nefinalizare a investițiilor majore de capital pentru modernizarea Hotelului Internațional 4* și respectiv a Hotelului Lotus Therm Spa & Luxury Resort 5*.

Notă: ^[1] Kost Plus se bazează pe (a) datele furnizate în catalogul Șchiopu „Costuri de reconstrucție-costuri de înlocuire Clădiri industriale, comerciale, agricole și construcții speciale” și (b) pe indicii de actualizare pentru perioada 2022 - 2023.

Privat și confidențial

PwC | Transilvania Investments Alliance S.A.

Valoarea reziduală

Valoarea afacerii la sfârșitul perioadei explicite de previziuni a fost calculată prin capitalizarea FCFF disponibil în anul terminal (primul an ulterior perioadei explicite de previziuni). FCFF aferent anului terminal s-a bazat pe ipoteza creșterii cu 2,5% a EBIT și a amortizării. CapEx-ul în perpetuitate a fost estimat pe baza cheltuielii cu amortizarea din anul terminal din care s-a dedus % componentelor construcțiilor care nu fac obiectul îmbunătățirilor, în principal partea de structura și infrastructura (nivelul estimat a fost 50% pe baza analizei PwC și a datelor din Kost Plus¹), componente care au ținut cont de inflație. Astfel, a fost considerată o ajustare cu inflația de 34% aferentă unei durate de viață de 25 ani (detalii în *Anexa 8*). Rata de creștere în perpetuitate a fost estimată la 2,5% în RON, valoare situată la nivelul previzionat al ratei anuale a inflației pe termen lung pentru RON (echivalentul unei mențineri constante a fluxurilor de numerar în termeni reali). Rata de capitalizare rezultată, utilizată la estimarea valorii reziduale, este de 8,0% (10,5% rata de actualizare minus 2,5% rata de creștere în perpetuitate).

Prime și discounturi

Conform standardelor ANEVAR,, GEV 600, paragraful 59: „În cazul evaluării acțiunilor emise de o întreprindere realizată pentru retragerea de la tranzacționare a acesteia cât și în alte scopuri de stabilire a valorii echitabile, **nu se aplică discounturi** pentru lipsa de control, respectiv pentru lipsa de lichiditate/vandabilitate.”

Astfel, în prezentul raport de evaluare **nu au fost aplicate discounturi** pentru lipsa de control și de lichiditate/vandabilitate.

Valoarea de piață pentru afacerea societății Turism Felix (fără Hotel Internațional) la 30.06.2025 este estimată la 165.651 mii RON, pe baza unei rate de actualizare pentru industria hotelieră de 10,5%.

Abordarea prin venit – rezultatele obținute în scenariul de bază

Fluxuri de numerar actualizate @ 30.06.2025 - Societate (exclusiv Hotel Internațional în perioada 2026 - 2036)

mii RON		S2 2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	An terminal
EBIT		19.498	1.055	2.852	4.278	6.060	8.090	10.668	12.733	14.909	17.506	19.550	22.129	22.682
Impozit pe profit	16,0%	(3.120)	(169)	(456)	(684)	(970)	(1.294)	(1.707)	(2.037)	(2.385)	(2.801)	(3.128)	(3.541)	(3.629)
Flux de numerar după impozitare		16.378	886	2.396	3.593	5.090	6.796	8.961	10.696	12.524	14.705	16.422	18.588	19.053
Amortizare		4.166	10.400	10.856	11.123	11.499	11.278	11.047	11.439	11.837	11.935	12.209	12.567	12.881
Variația capitalului de lucru net		769	(4.778)	1.036	812	1.021	980	1.017	984	1.164	1.133	1.175	1.135	751
Cheltuieli de capital		(7.515)	(12.650)	(12.775)	(12.900)	(12.900)	(12.900)	(7.740)	(7.740)	(7.740)	(7.740)	(7.740)	(7.740)	(8.631)
Flux de numerar la dispoziția întreprinderii (FCFF)		13.798	(6.143)	1.513	2.629	4.709	6.154	13.284	15.378	17.784	20.033	22.066	24.550	24.054
Ani (convenție la jumătatea anului)		0,25	1,00	2,00	3,00	4,00	5,00	6,00	7,00	8,00	9,00	10,00	11,00	11,50
Factor de actualizare	10,5%	0,975	0,905	0,819	0,741	0,671	0,607	0,549	0,497	0,450	0,407	0,368	0,333	0,317
Fluxuri de numerar actualizate		13.458	(5.559)	1.239	1.948	3.159	3.736	7.297	7.645	8.001	8.156	8.130	8.186	
Total valoare prezentă a FCFF - perioada explicită		65.395												
Valoare - An terminal														
FCFF în anul terminal	24.054													
Rata de actualizare după impozitare	10,5%													
Rata de creștere în perpetuitate	2,5%													
Rata de capitalizare	8,0%													
Valoarea viitoare a valorii terminale	316.065													
Factor de actualizare	0,317													
Valoarea actualizată din anul terminal		100.256												
EV, mii RON - Societate (excl. Hotel Internațional)		165.651												

- **Rata de actualizare** folosită în calculul valorii prezente nete a FCFF la data de 30 iunie 2025 a fost estimată la nivelul de 10,5% (valoare nominală în RON), reprezentând costul mediu ponderat al capitalului pentru sectorul de turism hotelier (a se vedea Anexa 5 – *Costul capitalului* pentru detalii privind estimarea CMPC / WACC).
- **Rata de capitalizare** rezultată, utilizată la estimarea valorii reziduale, este de 8,0% (10,5% rata de actualizare minus 2,5% rata de creștere în perpetuitate).

Sursa: Analiză PwC

Pe baza analizei de evaluare, a rezultat o valoare de piață la 30.06.2025 pentru afacerea societății Turism Felix S.A. (eng. EV) de **165.651 mii RON**. Ca și analiză de rezonabilitate, această valoare corespunde unei valori unitare medii de **45 mii EUR/cameră** pentru **camerele de 3 stele** și respectiv **26 mii EUR/cameră** pentru camerele de 2 stele; peste activitatea hotelieră s-a estimat în medie un aport suplimentar la valoare de 15% pentru activitatea de agrement.

Valoarea de piață la 30.06.2025 pentru Hotelul Mercure - Accor este estimată la 10.319 mii EUR (52.398 mii RON), utilizând o rată de actualizare de 9,1% (EUR).

Abordarea prin venit – rezultatele obținute în scenariul de bază – Hotel Mercure – Accor (fostul Hotel Internațional)

Fluxuri de numerar actualizate @ 30.06.2025 - Hotel Mercure - Accor (Fostul Hotel Internațional)

mii EUR		S2 2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	An terminal
EBIT		-	(313)	(30)	414	452	715	1.126	1.310	1.297	1.347	1.580	1.730	1.764
Impozit pe profit	16,0%	-	-	-	(66)	(72)	(114)	(180)	(210)	(207)	(216)	(253)	(277)	(282)
Flux de numerar după impozitare		-	(313)	(30)	347	380	600	946	1.100	1.089	1.132	1.327	1.453	1.482
Amortizare		-	747	747	746	745	745	724	669	667	661	660	658	671
Variația capitalului de lucru net		-	770	751	218	89	147	141	83	41	89	71	95	50
Cheltuieli de capital		(2.000)	(8.300)	-	(50)	(100)	-	(100)	-	(100)	-	(200)	-	(450)
Flux de numerar la dispoziția întreprinderii (FCFF)		(2.000)	(7.097)	1.468	1.261	1.115	1.492	1.711	1.853	1.697	1.883	1.859	2.206	1.753
Ani (convenție la jumătatea anului)		0,25	1,00	2,00	3,00	4,00	5,00	6,00	7,00	8,00	9,00	10,00	11,00	11,50
Factor de actualizare	9,1%	0,978	0,917	0,840	0,770	0,706	0,647	0,593	0,544	0,498	0,457	0,419	0,384	0,367
Fluxuri de numerar actualizate		(1.957)	(6.505)	1.233	971	787	966	1.015	1.007	845	860	778	846	
Total valoare prezentă a FCFF - perioada explicită	845													
Valoare - An terminal														
FCFF în anul terminal	1.753													
Rata de actualizare după impozitare	9,1%													
Rata de creștere în perpetuitate	2,0%													
Rata de capitalizare	7,1%													
Valoarea viitoare a valorii terminale	25.794													
Factor de actualizare	0,367													
Valoarea actualizată din anul terminal	9.474													
Valoare Hotel Mercure - Accor (mii EUR)	10.319													
Valoare Hotel Mercure - Accor (mii RON)	52.398													

- **Rata de actualizare** folosită în calculul valorii prezente nete a FCFF la data de 30 iunie 2025 a fost estimată la nivelul de 9,1% (valoare nominală în EUR), reprezentând costul mediu ponderat al capitalului pentru sectorul de turism hotelier, la nivelul median (a se vedea Anexa 5 – *Costul capitalului* pentru detalii privind estimarea CMPC / WACC).
- **Rata de capitalizare** rezultată, utilizată la estimarea valorii reziduale, este de 7,1% (9,1% rata de actualizare în EUR termeni nominali minus 2,0% rata de creștere în perpetuitate).

Sursa: Analiză PwC

Pe baza analizei de evaluare, a rezultat o valoare de piață la 30.06.2025 pentru Hotelul Mercure - Accor de **10.319 mii EUR (52.398 mii RON)**. Valoarea de piață implicită pe cameră este estimată la aprox. 49,1 mii EUR/ cameră, valoarea de piață a **hotelului modernizat** (i.e., înainte de CapEx), fiind astfel de aprox. **94,7 mii EUR/ cameră**.

Valoarea de piață la 30.06.2025 a participației de 30,3305% deținută de Turism Felix în societatea Turism Lotus Felix este de 26.675 mii RON.

Abordarea prin venit – rezultatele obținute în scenariul de bază

Fluxuri de numerar actualizate @ 30 iunie 2025 - Turism Lotus Felix S.A.

mii RON	6L 2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	An terminal
Profit din exploatare - EBIT	(8.607)	825	3.477	4.917	6.306	9.116	9.440	10.545	11.796	12.633	13.070	13.397
Impozit	16,0%	-	(132)	(556)	(787)	(1.009)	(1.459)	(1.510)	(1.687)	(1.887)	(2.021)	(2.091)
Flux de numerar după impozitare	(8.607)	693	2.921	4.131	5.297	7.657	7.929	8.858	9.908	10.612	10.979	11.253
Cheltuieli cu amortizarea și deprecierea		3.204	6.695	6.001	5.827	5.773	5.446	5.361	5.406	4.593	4.205	4.338
Variația capitalului de lucru net		1.832	(448)	(100)	(10)	(2)	(74)	112	(43)	61	58	49
Cheltuieli de capital		(34.069)	(7.835)	(300)	(300)	(300)	(300)	(400)	(400)	(400)	(500)	(2.907)
Flux de numerar la dispoziția întreprinderii (FCFF)	(37.641)	(896)	8.521	9.647	10.767	12.729	13.002	13.821	14.162	14.475	14.771	12.733
Perioada actualizare - ani (convenția de la mijlocul perioadei)		0,25	1,00	2,00	3,00	4,00	5,00	6,00	7,00	8,00	9,00	10,00
Factor de actualizare @ CMPC	10,5%	0,975	0,905	0,819	0,741	0,671	0,607	0,549	0,497	0,450	0,407	0,351
Fluxuri de numerar actualizate		(36.713)	(810)	6.979	7.150	7.222	7.726	7.142	6.871	6.371	5.893	5.442
Total fluxuri numerar pe perioada explicită de previziuni	23.274											
Valoare - An terminal												
FCFF în anul terminal												12.733
Rata de actualizare după impozitare												10,5%
Rata de creștere în perpetuitate												2,5%
Rata de capitalizare												8,0%
Valoarea viitoare a valorii terminale												167.316
Factor de actualizare												0,351
Valoarea actualizată din anul terminal	58.645											
Valoarea de piață a întreprinderii (EV)	81.920											
Excedent de numerar @ 30.06.2025	6.030											
Valoarea de piață a capitalurilor proprii (EqV)	87.949											
Valoarea de piață pe acțiune												0,0694
Valoarea de piață a participației TUF în Turism Lotus	26.675											

Sursa: Analiză PwC

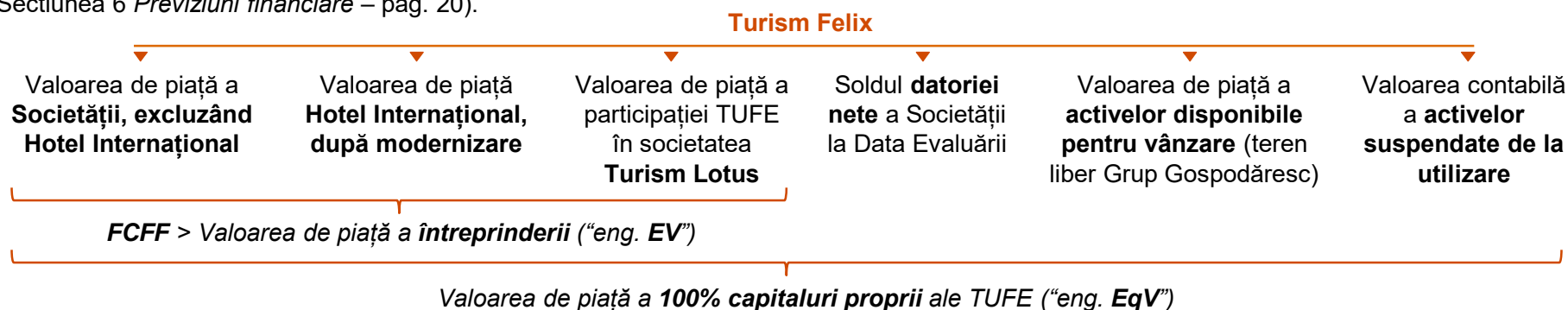
- **Excedentul de numerar** la data de 30 iunie 2025 este de 6.030 mii RON (numerar și echivalente de numerar de 6.427 mii RON, sume datorate entităților din grup de 38 mii RON, alte datorii pe termen lung nefinanciare de 191 mii RON și provizioane de 168 mii RON).
- În perpetuitate s-a avut în vedere realizarea unei **marje EBITDA** în linie cu **marjele din piață** generate de companii comparabile (conform *Anexei 6*).
- **Rata de actualizare** folosită în calculul valorii prezente nete a FCFF la data de 30 iunie 2025 a fost estimată la nivelul de 10,5% (valoare nominală în RON), reprezentând costul mediu ponderat al capitalului pentru sectorul de turism hotelier, la nivelul median (a se vedea Anexa 5 – *Costul capitalului* pentru detalii privind estimarea CMPC / WACC).
- **Rata de capitalizare** rezultată, utilizată la estimarea valorii reziduale, este de 8,0% (10,5% rata de actualizare minus 2,5% rata de creștere în perpetuitate).

Pe baza analizei de evaluare, a rezultat o valoare de piață la 30.06.2025 pentru 100% capitaluri proprii ale Turism Lotus Felix S.A. de **87.949 mii RON**. Nu au fost aplicate discounturi pentru pachet minoritar și lipsă de lichiditate/vandabilitate. Valoarea de piață implicită pe cameră (EV/cameră) este estimată la aprox. 88,6 mii EUR/cameră, valoarea de piață a **hotelului modernizat** (i.e., înainte de CapEx) fiind astfel de aprox. **133,7 mii EUR/ cameră**.

Valoarea de piață pentru 100% capitaluri proprii ale TUFE la 30.06.2025 este estimată la 210.397 mii RON.

Abordarea prin venit – Concluzia evaluării în scenariul de bază

Valoarea de piață a afacerii societății Turism Felix a fost estimată ca sumă cumulată a valorii **afacerilor/activelor analizate**, respectiv Societate (fără Hotel Internațional începând cu anul 2026), Complexul Mercure - Accor (Hotelul Internațional după modernizare) și respectiv participația de 30,3305% la societatea Turism Lotus, toate trei evaluate prin abodarea prin venit - metoda Fluxurilor de Numerar Actualizate (FNA - eng. DCF). În vederea estimării valorii de piață, s-a pornit de la valoarea de piață a afacerii (eng. EV) din care s-a scăzut datoria netă, respectiv s-a adăugat valoarea de piață a activelor disponibile pentru vânzare și a activelor suspendate de la utilizare la 30.06.2025 (mai multe detalii sun prezentate la Secțiunea 6 *Previziuni financiare* – pag. 20).



Sumarul **valorii de piață a 100% capitaluri proprii ale Societății la 30.06.2025** este prezentat în tabelul de mai jos.

	mii RON
Valoarea întreprinderii (EV)	244.724
- Societate (exlc. Hotel Internațional pe perioada 2026 - 2036)	165.651
- Hotel Internațional (după modernizare, în perioada 2026 - 2036)	52.398
- Participația Turism Felix în societatea Turism Lotus @ 30.06.2025	26.675
Datorie netă	(45.372)
Active disponibile pentru vânzare (teren liber Grup Gospodăresc)	10.151
Active suspendate de la utilizare	894
Valoarea de piață a capitalului propriu la 30.06.2025	210.397

Pe baza previziunilor financiare prezentate în Secțiunea 6 și a ipotezelor de evaluare descrise în paginile anterioare, **valoarea de piață pentru 100% capitaluri proprii ale societății Turism Felix** a fost estimată la **210.397 mii RON** la 30 iunie 2025 (valoare în scenariul de bază).

Sursa: Analiză PwC

Pe baza analizei de senzitivitate, s-a concluzionat că valoarea de piață pentru 100% capitaluri proprii ale societății Turism Felix la 30 iunie 2025 se încadrează în intervalul 191.011 ÷ 229.780 mii RON.

Abordarea prin venit – concluzia evaluării (2/3)

Am identificat variabilele cheie care influențează valoarea societății Turism Felix. Aceste variabile au fost variate (redușe și crescute) în vederea identificării impactului asupra valorii. Tabelul de mai jos prezintă variația valorii de piață a capitalurilor proprii ale Turism Felix în cazul variabilelor selectate.

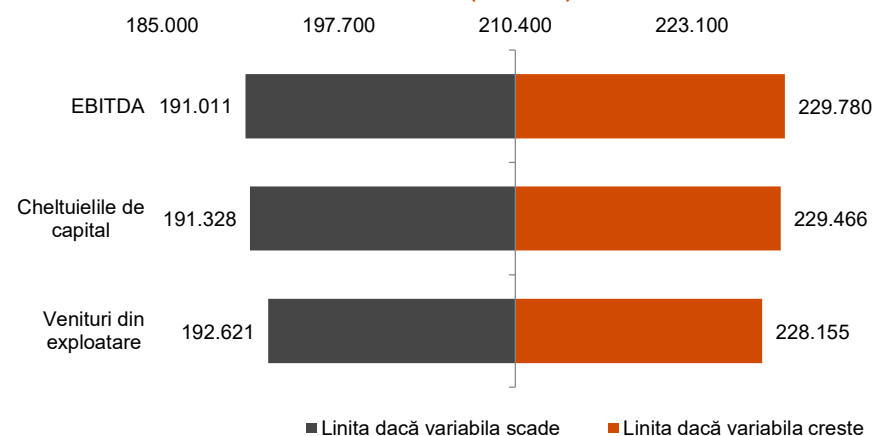
Societate

Variabile cheie	Scenarii	Variația variabilelor cheie (%)	Valoarea întreprinderii (mii RON)	Variație valoare (%)
Venituri din exploatare	Scenariul de bază		210.397	
	Scenariul pesimist	-1,0%	192.621	-8,4%
	Scenariul optimist	1,0%	228.155	8,4%
EBITDA	Scenariul de bază		210.397	
	Scenariul pesimist	-5,0%	191.011	-9,2%
	Scenariul optimist	5,0%	229.780	9,2%
Cheltuielile de capital	Scenariul de bază		210.397	
	Scenariul pesimist	10,0%	191.328	-9,1%
	Scenariul optimist	-10,0%	229.466	9,1%

Sursa: Analiză PwC

Cea mai sensibilă variabilă cheie este reprezentată de indicatorul **EBITDA**. O variație de +/- 5,0% a EBITDA conduce la o variație a valorii de piață capitalurilor proprii de +/- 9,2%.

Valoarea de piață a 100% capitaluri proprii ale Turism Felix la data de 30 iunie 2025 (mii RON)



Sursa: Analiză PwC

Luând în considerare rezultatele analizei de senzitivitate, valoarea de piață estimată a 100% capitaluri proprii ale societății Turism Felix la 30.06.2025 se situează în următorul interval:

191.011 ÷ 229.780 mii RON

cu o valoare în scenariul de bază estimată la

210.397 mii RON

Pentru testarea rezonabilității rezultatelor evaluării obținute prin Abordarea prin venit, a fost utilizată Abordarea prin piață pe trei niveluri de analiză – tranzacții M&A, studiu de piață hoteluri și companii listate.

Abordarea prin piață utilizată pentru testarea rezonabilității rezultatelor evaluării obținute prin abordarea prin venit (1/3)

Abordarea prin piață – Multiplicatori financiari

Abordarea prin piață – Multiplicatori financiari nu s-a putut utiliza în procesul de evaluare, dată fiind lipsa de profitabilitate a Societății la Data Evaluării (30.06.2025). Profitul net și indicatorul EBIT au fost negative pentru anul 2024, iar în primele 6 luni ale lui 2025 situația financiară s-a înrăutățit, inclusiv indicatorul EBITDA devenind negativ.

Abordarea prin piață – Multiplicator “Preț/Cameră”

Pentru testarea rezonabilității rezultatelor evaluării obținute prin Abordarea prin venit, a fost aplicată **Abordarea prin piață – Multiplicator “Preț/Cameră”** pe trei niveluri de analiză (detaliată în cadrul Anexei 7 - „Analiză piață hotelieră”), astfel:

(1) Analiză tranzacții fuziuni și achiziții („M&A”) de hoteluri > indicator analizat: preț/cameră hotel

Aceasta a fost inițiată pe baza unui eșantion de 1.306 tranzacții din Europa, disponibile pe **platforma Mergermarket** pentru perioada 2021 - 2025, dintre care doar aproximativ o treime conțineau informații privind valoarea tranzacțiilor.

În etapa a doua, cercetarea s-a extins prin integrarea unor date suplimentare referitoare la activitatea companiilor (hoteluri sau activități conexe), tipologia hotelurilor (urban, montan, litoral), numărul de camere și clasificarea pe stele, cu scopul de a estima prețul pe cameră în funcție de zone geografice și tipuri de unități de cazare. Astfel, au fost identificate diferențe semnificative de preț pe cameră între țările dezvoltate și regiunea CEE-5 (Cehia, Polonia, Ungaria, România, Bulgaria), unde au fost raportate valori doar pentru 16 tranzacții, dintre care doar câteva hoteluri aveau informații disponibile sau estimabile privind numărul de camere și clasificarea pe stele.

Privat și confidențial

PwC | Transilvania Investments Alliance S.A.

În acest context, cercetarea a fost aprofundată prin consultarea unor rapoarte privind tendințele pieței hoteliere, precum și a unor articole relevante cu privire la tranzacțiile din regiunea CEE, cu accent pe România, Bulgaria și Slovacia, unde se conturează un palier similar al valorilor de tranzacționare.

În final, analiza s-a concentrat pe tranzacțiile relevante din zonele urbane și montane, fiind identificat un grup de 12 tranzacții cu hoteluri de 3, 4 și 5 stele desfășurate în ultimii cinci ani, majoritatea în România, alături de patru tranzacții în Europa de Est, toate pe segmentul urban, în funcție de disponibilitatea datelor.

În analiza de rezonabilitate s-a luat în calcul **valoarea minimă** (pentru camerele de 3 stele) și a **treia cuartilă**.

(2) Analiză studiu de piață hoteluri (2024) > indicator analizat: preț/cameră hotel

Pe lângă estimările realizate anterior, au fost analizate și rapoarte de piață elaborate de specialiști din domeniu, care vizează evoluția sectorului hotelier în Europa centrală și de est (eng. CEE) și în România.

În acest sens, a fost identificat **Studiul de piață Cushman & Wakefield – „Marketbeat CEE-6 Hospitality H2 2024”**, care oferă o imagine de ansamblu asupra pieței hoteliere din CEE-6 (Cehia, Polonia, Ungaria, România, Bulgaria, Slovacia) în perioada 2023 - 2024.

În acest caz am luat în considerare în analiză **prima și a treia cuartilă, pe valorile medii de tranzacții 2023 – 2024**. S-a observat faptul că valorile unitare de tranzacții înregistrate local sunt mai reduse comparativ cu Polonia, Cehia sau Ungaria, iar creșterea economică în România a fost sub media regională în anul 2024.

august 2025

Pentru testarea rezonabilității rezultatelor evaluării obținute prin Abordarea prin venit, a fost utilizată Abordarea prin piață pe trei niveluri de analiză – tranzacții M&A, studiu de piață hoteluri și companii listate.

Abordarea prin piață utilizată pentru testarea rezonabilității rezultatelor evaluării obținute prin abordarea prin venit (2/3)

(3) Analiză companii listate > indicator analizat: EV/cameră;

În total, au fost analizate 117 companii listate în segmentul Hoteluri și Resorturi din Europa (eșantion disponibil pe platforma **S&P Capital IQ**), pentru care s-au căutat informații suplimentare privind activitatea, numărul de camere și numărul de stele, utilizând atât site-urile oficiale ale companiilor, cât și platforme online de rezervări turistice.

Scopul a fost, de asemenea, estimarea unui interval al valorii companiei raportată la numărul de camere. Având în vedere disponibilitatea mai redusă a datelor comparativ cu cele din tranzacții, au fost luate în considerare în final 17 companii la nivel european, cu activitate referitoare la hoteluri de aproximativ 4 stele, localizate preponderent în zone urbane și montane.

Pentru evaluare, s-a considerat relevant intervalul cuprins între **cuartila 1 și valoarea medie**, în condițiile în care valorile înregistrate în regiunea noastră sunt mai mici comparativ cu media europeană.

Analiza bazată pe companii listate a fost utilizată ca metodă de verificare rezonabilitate pentru analiza bazată pe tranzacții hoteluri (piața de fuziuni și achiziții) și analiza bazată pe studiile recente de piață hotelieră (am selectat studiul de piață hoteluri realizat de Cushman & Wakefield în partea a doua anului trecut).

Analiza detaliată pe cele trei niveluri de cercetare (i.e., tranzacții M&A, companii listate și studiu de piață hoteluri) sunt prezentate în cadrul Anexei 7 - „Analiză piață hotelieră”.

Pentru testarea rezonabilității rezultatelor evaluării obținute prin Abordarea prin venit, a fost utilizată Abordarea prin piață pe trei niveluri de analiză – tranzacții M&A, studiu de piață hoteluri și companii listate.

Abordarea prin piață utilizată pentru testarea rezonabilității rezultatelor evaluării obținute prin abordarea prin venit (3/3)

Concluzia analizei de rezonabilitate

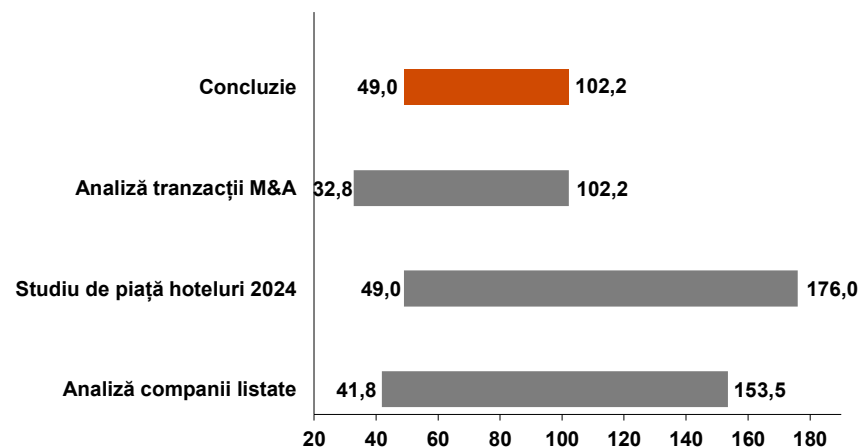
Concluzia analizei de rezonabilitate, pe un eșantion de tranzacții M&A centrat pe hotelurile de 4 stele, este prezentată în graficul alăturat. Prețul unitar pe cameră hotel este estimat în intervalul:

- **32,8 ÷ 75,6 mii EUR/cameră** pentru camerele de 3 stele - limita inferioară derivă din prețul minim determinat prin analiza tranzacțiilor M&A de hoteluri, iar limita superioară este valoarea centrală din intervalul estimat pentru prețul/ cameră pentru hotelurile de 4 stele (**49,0 ÷ 102,2 mii EUR/cameră**);
- **49,0 ÷ 102,2 mii EUR/cameră** pentru camerele de 4 stele - limita inferioară este estimată la nivelul cuartilei 1 din studiul de piață hoteluri 2024, iar limita superioară este reflectată de cuartila 3 din analiză tranzacții M&A; respectiv
- **102,2 ÷ 176,2 mii EUR/cameră** pentru camerele de 5 stele - limita inferioară este estimată la nivelul cuartila 3 din analiza tranzacții M&A, iar limita superioară este reflectată de nivelul cuartilei 3 din studiul de piață hoteluri 2024.

În cazul Turism Felix/Turism Lotus Felix se poate observa faptul că:

- valoarea estimată de **45 mii EUR/cameră** în scenariul de bază pentru camere de 3 stele (detalii în pag. 35) e apropiată de valoarea minimă a hotelurilor de 4 stele;
- valoarea estimată de **94,7 mii EUR/cameră** în scenariul de bază pentru hotelul modernizat Mercure – Accor 4* (fostul Hotel Internațional) (detalii în pag. 36) se situează spre limita superioară a intervalului pentru hotelurile de 4 stele; și respectiv
- valoarea estimată de **133,7 mii EUR/cameră** în scenariul de bază pentru hotelul modernizat Lotus Therm Spa & Luxury Resort 5* (detalii în pag. 37) se situează în zona valorilor medii din intervalul estimat pe hotelurile de 5 stele.

Valoare tranzacție hotel/cameră (mii EUR/ cameră)



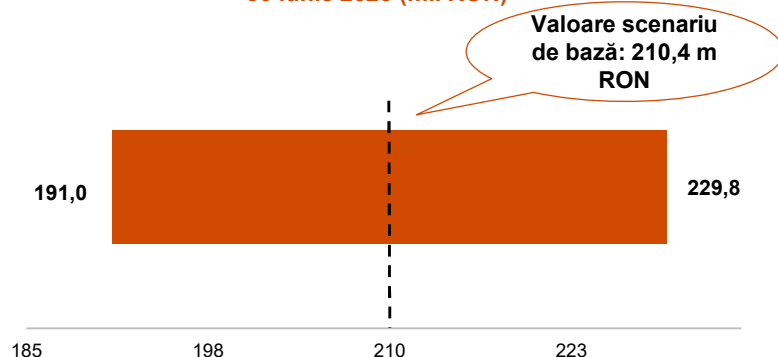
Sursa: Analiză PwC

Valoarea de piață la 30 iunie 2025 a 100% capitaluri proprii ale societății Turism Felix este cuprinsă în intervalul 191,0 ÷ 229,8 m RON, cu o valoare recomandată de 210,4 m RON.

Concluzia evaluării

Concluzia asupra valorii de piață a societății Turism Felix, respectiv a valorii participației deținută de Transilvania Investments în Turism Felix s-a realizat pe baza Abordării prin venit - metoda Fluxurilor de Numerar Actualizate (FNA - eng. DCF). Abordarea prin piață a fost utilizată ca analiza de rezonabilitate pentru rezultatele evaluării prin abordarea prin venit.

Valoarea de piață a 100% capitaluri proprii Turism Felix la 30 iunie 2025 (mii RON)



Pe baza ipotezelor prezentate, a datelor disponibile, a metodei de evaluare aplicate și a analizei de senzitivitate, valoarea de piață estimată a **100% capitaluri proprii ale societății Turism Felix** la data de 30 iunie 2025 este cuprinsă în intervalul:

191,0 ÷ 229,8 m RON,

cu o valoare în scenariul de bază de:

210,4 m RON.

În prezentul raport de valoare **nu au fost aplicate discounturi pentru pachet minoritar și lipsă de lichiditate/vandabilitate** în linie cu recomandările din standardele și ghidurile ANEVAR pentru astfel de evaluări (GEV 600, paragraful 59).

În opinia Evaluatorului, **valoarea de piață** pentru 100% capitaluri propria ale TUFÉ, reprezintă o **valoare echitabilă** pentru toate părțile implicate. Atât previziunile financiare cât și valoarea rezultată captează **eventualele sinergii aferente acționariatului existent la Data Evaluării**, astfel încât rezultatul evaluării este în concordanță cu definiția și descrierea **valorii echitabile**, așa cum acestea au fost prezentate în Standardele de evaluare a bunurilor adoptate de ANEVAR.

Estimarea **valorii de piață/valorii echitabile** a acțiunilor TUFÉ s-a realizat cu respectarea cerințelor standardelor de evaluare adoptate de ANEVAR, precum și respectarea Codului de Etică al profesiei de evaluator autorizat privind obiectivitatea, imparțialitatea și competența membrilor echipei

Pe baza valorii de piață a 100% capitaluri proprii ale societății Turism Felix și a numărului total de acțiuni emise (491.187.962 acțiuni), **valoarea de piață a unei acțiuni** a fost estimată în intervalul **0,39 ÷ 0,47**, cu o valoare în scenariul de bază de **0,43 RON/acțiune**.

Anexe

Anexe	45
1 Scopul și bazele evaluării	46
2 Limite și restricții	47
3 Surse de informații	48
4 Concepte de evaluare și metodologie	49
5 Costul capitalului	53
6 Analiză societăți comparabile	60
7 Analiză piață hotelieră	61
8 Factor de amortizare ajustat cu inflația	64
9 Declarație de conformitate	65

Scopul și bazele evaluării

Scopul evaluării

Acest raport ("Raportul") a fost pregătit pentru Transilvania Investments Alliance S.A. ("Transilvania Investments", "TIA", "dvs.", "Clientul" sau "Beneficiarul") în legătură cu evaluarea societății Turism Felix S.A. ("Turism Felix", "TUF" sau "Societatea") la data de 30 iunie 2025 ("Data Evaluării"), conform Contractului nr. M94/07.07.2025.

Înțelegem că Transilvania Investments Alliance S.A. are în vedere stabilirea prețului de retragere în cazul emitentului Turism Felix. În acest context, Transilvania Investments Alliance S.A. are nevoie de servicii de evaluare cu privire la Emitent care să fie în conformitate cu prevederile: 1) articolului 44, alineatul 5 din Legea nr. 24/2017 privind **operațiunea de retragere a acționarilor** dintr-o societate și 2) articolului 80, alineatul 6 din Regulamentul ASF nr. 5/2018. În acest context, Transilvania Investments a solicitat PwC servicii de evaluare cu scopul informării Managementului în vederea stabilirii prețului de cumpărare conform prevederilor menționate anterior.

Tipul valorii

Conform scopului evaluării, tipul valorii estimate este **valoarea de piață**.

Evaluarea s-a realizat în conformitate cu cerințele standardelor de evaluare adoptate de Asociația Națională a Evaluatorilor Autorizați din România (ANEVAR), inclusiv recomandările specifice (GEV 600) privind evaluările pentru delistare. În conformitate cu aceste standarde, **valoarea de piață** este definită ca fiind *"suma estimată pentru care un activ sau o datorie ar putea fi schimbat(ă) la data evaluării, între un cumpărător hotărât și un vânzător hotărât, într-o tranzacție nepărtinitoare, după un marketing adecvat și în care părțile au acționat fiecare în cunoștință de cauză, prudent și fără constrângere"*.

Privat și confidențial

PwC | Transilvania Investments Alliance S.A.

În estimarea valorii de piață am pornit de la ipoteza că activitatea societății Turism Felix se va desfășura în continuare pe termen nedefinit (principiul continuității activității – "going concern").

În opinia Evaluatorului, valoarea de piață pentru 100% capitaluri propria ale TUF, reprezintă o **valoare echitabilă** pentru toate părțile implicate. Atât previziunile financiare cât și valoarea rezultată captează eventualele sinergii aferente activității actuale a Societății în structura existentă la Data Evaluării, astfel încât rezultatul evaluării este în concordanță cu definiția și descrierea **valorii echitabile**, așa cum acestea au fost prezentate în Standardele de evaluare a bunurilor adoptate de ANEVAR.

Estimarea **valorii de piață/valorii echitabile** a acțiunilor TUF s-a realizat cu respectarea cerințelor standardelor de evaluare adoptate de ANEVAR, precum și respectarea Codului de Etică al profesiei de evaluator autorizat privind obiectivitatea, imparțialitatea și competența membrilor echipei de evaluare.

Data evaluării

Evaluarea s-a realizat la data de 30 iunie 2025.

Data raportului de evaluare

Raportul de evaluare este emis la data de 28 august 2025.

Limite și restricții

Limite

Rezultatele incluse în acest Raport reprezintă opinia Evaluatorului în urma procesării, conform metodologiei, a datelor disponibile la data convenită pentru evaluare (30 iunie 2025). Evaluatorul nu va fi considerat responsabil pentru factorii economici sau fizici care pot apărea ulterior finalizării raportului de evaluare și care pot influența opiniile din acest raport. Această mențiune este importantă mai ales în condițiile economice actuale, în care mediul de afaceri se confruntă cu schimbări rapide, iar impactul asupra rezultatelor analizei efectuate poate fi semnificativ. Din acest motiv, concluziile și recomandările prezentate în Raport sunt valabile doar la Data evaluării.

Informațiile utilizate de PwC la întocmirea acestui Raport au fost obținute dintr-o varietate de surse așa cum sunt indicate în acest Raport. Deși activitatea noastră a implicat analiza informațiilor financiare și a evidențelor contabile, aceasta nu a inclus efectuarea unui audit în conformitate cu standardele de audit general acceptate. Mai mult decât atât, cu excepția cazului în care se prevede altfel în Raport, nu am supus informațiile financiare din acest raport unei proceduri de control sau de verificare. În consecință, nu ne asumăm responsabilitatea cu privire la acuratețea sau exhaustivitatea informațiilor care ne-au fost furnizate. Cu toate acestea, am aplicat toată diligența profesională în colectarea unor informații corecte și complete, în conformitate cu standardele profesionale relevante.

Previziunile folosite în abordarea prin venit se referă la evenimente viitoare și se bazează pe ipotezele de lucru detaliate în acest raport. Este posibil ca aceste ipoteze să nu rămână valabile pe întreaga durată de previziune, iar rezultatele efectiv obținute în perioada respectivă pot varia semnificativ de cele prezentate în acest raport.

Prin urmare, informațiile prezentate în estimările făcute nu prezintă același nivel de certitudine ca informațiile ce derivă din situațiile financiare auditate pentru perioadele contabile încheiate. Din aceste motive nu ne exprimăm nicio opinie cu privire la măsura în care rezultatele reale vor corespunde cu cele prognozate.

Ipotezele de evaluare prezentate în cadrul abordării prin venit includ câteva estimări ale PwC. PwC nu oferă garanții de nicio natură legată de aceste estimări, deoarece reprezintă opinia Evaluatorului asupra așteptărilor rezonabile la un anumit moment în timp. Astfel de informații, estimări sau opinii nu sunt oferite ca previziuni sau ca asigurări că se va atinge un anumit nivel de venit sau profit, că vor avea loc anumite evenimente sau că un anumit preț va fi oferit sau acceptat.

Restricții părți

Beneficiarul raportului de evaluare este Transilvania Investments Alliance S.A., iar utilizatorii desemnați ai raportului de evaluare sunt:

- conducerea Clientului;
- acționarii Societății; și
- intermediarul desemnat pentru derularea operațiunilor privind retragerea din Societate.

Surse de informații

În procesul de evaluare, ne-am bazat pe informațiile financiare și non-financiare publice referitoare la Turism Felix SA, respectiv Turism Lotus Felix SA și din alte surse publice, financiare și specifice sectorului în care operează Societatea. Concluzia noastră depinde de măsura în care aceste informații sunt complete și exacte în toate aspectele principale.

Un rezumat al principalelor surse de informații utilizate în evaluare este prezentat mai jos:

1. Informații istorice

- ✓ Rapoartele financiare anuale și semestriale publicate de Turism Felix S.A. în perioada 2022 - 2024, respectiv la 30.06.2024 și 30.06.2025;
- ✓ Rapoartele financiare anuale și semestriale emise de Turism Lotus Felix S.A. în perioada 2022 - 2024, respectiv la 30.06.2025;

2. Proiecții financiare

- ✓ Bugetul de venituri și cheltuieli (BVC) 2025 publicat de societatea Turism Felix, respectiv BVC 2025 rectificat emis de societatea Turism Lotus Felix S.A.;
- ✓ Planul de afaceri publicat de societatea Turism Felix S.A. privind modernizarea Hotelului Internațional prin afilierea acestuia la brandul Mercure-Accor;
- ✓ Planul de investiții 2025 - 2036 publicat de societatea Turism Felix S.A., respectiv Planul de investiții 2025 - 2035 emis de societatea Turism Lotus Felix S.A.;
- ✓ Fitch Solutions - Romania Tourism Report, Q4 2024;
- ✓ Fondul Monetar Internațional, studiul World Economic Outlook, publicat în aprilie 2025;
- ✓ Comisia Națională de Prognoză - septembrie 2024;
- ✓ Diverse informații de piață și diverse informații macroeconomice.

3. Costul capitalului și multiplii financiari

Sursele de date pentru comparabilele de piață și pentru costul capitalului includ date furnizate de client, date extrase de la furnizorul de informații de piață S&P Capital IQ și cercetarea proprie efectuată de PwC.

4. Alte surse de informații

- ✓ <https://www.felixspa.com/ro/> și <https://www.turismfelix.eu/>;
- ✓ Bursa de Valori București (www.bvb.ro);
- ✓ INSSE - Baza de date Tempo;
- ✓ Banca Națională a României (www.bnr.ro);
- ✓ Kost Plus (include datele furnizate în catalogul Șchiopu „Costuri de reconstrucție-costuri de înlocuire Clădiri industriale, comerciale, agricole și construcții speciale” și indicii de actualizare pentru perioada 2023 - 2024);
- ✓ Studiul de piață Cushman & Wakefield – „*Marketbeat CEE-6 Hospitality H2 2024*”, emis în anul 2025;
- ✓ White Bridge - „*EMEA HOTELS MONITOR*”, rapoarte emise în perioada august 2021 - august 2024;
- ✓ Crosspoint Real Estate - „*Romanian Hotel Market 2024*”;
- ✓ Diverse articole privind piața de hoteluri furnizate de realestatemagazine.ro, business-review.eu, startupcafe.ro, citr.ro, coroanagh.ro, travelminit.ro, transilvaniabusiness.ro, cluj24.ro, helloromania.com, hotelpropertygroup.com, europeanjobdays.eu, ș.a.;
- ✓ Platforme bursiere și de rezervare turistică: markets.ft.com, tripadvisor.ie, booking.com, live.euronext.com, marketscreener.com, alphaspread.com;
- ✓ Website-ul companiilor analizate în cadrul Abordării prin piață.

Concepte de evaluare și metodologie (1/4)

Abordarea evaluării

În conformitate cu Standardele de evaluare a bunurilor emise de ANEVAR, există trei abordări principale care pot fi aplicate în evaluare, inclusiv în evaluarea unei întreprinderi: abordarea prin venit, abordarea prin piață și abordarea prin cost. Fiecare din aceste trei abordări include metode de aplicare care diferă în funcție de context și de tipul bunului evaluat.

Pentru a estima valoarea unei întreprinderi nu este necesar a se utiliza mai multe metode de evaluare, mai ales atunci când evaluatorul are un grad mare de încredere în precizia și credibilitatea unei singure metode. Se recomandă totuși utilizarea mai multor abordări sau metode, în special atunci când datele pe baza cărora se realizează evaluarea sunt limitate.

Pentru evaluarea societății TUFÉ a fost aplicată **Abordarea prin venit – Metoda Fluxurilor de Numerar Actualizate** (FNA/ eng. DCF).

Abordarea prin piață – Multiplicatori financiari nu s-a putut utiliza în procesul de evaluare, dată fiind lipsa de profitabilitate a Societății la Data Evaluării (30.06.2025). Profitul net și indicatorul EBIT au fost negative pentru anul 2024, iar în primele 6 luni ale lui 2025 situația financiară s-a înrăutățit, inclusiv indicatorul EBITDA devenind negativ.

Pentru testarea rezonabilității rezultatelor evaluării obținute prin Abordarea prin venit, a fost aplicată **Abordarea prin piață – Multiplicator “Preț/Cameră”** pe trei niveluri de analiză (mai multe detalii sunt prezentate la pag. 40).

Abordarea prin cost nu poate fi aplicată în mod normal în evaluările de întreprinderi deoarece această tipologie de active nu dispune de informațiile necesare aplicării metodei; prin urmare, evaluarea întreprinderilor pe premisa continuării activității folosind abordarea prin cost nu ar conduce la o opinie corectă privind valoarea. Există însă circumstanțe specifice în care abordarea prin cost poate fi utilizată în cadrul evaluărilor de întreprinderi:

- a) întreprinderea se află în faza inițială a activității;
- b) întreprinderea este o întreprindere de investiții sau de tip holding;
- c) evaluarea se realizează pe premisa lichidării activelor.

Toate aceste circumstanțe specifice nu sunt aplicabile evaluării societății Turism Felix.

Concepte de evaluare și metodologie (2/4)

1. Abordarea prin venit

Abordarea prin venit transformă beneficiile viitoare anticipate ale unei societăți într-o estimare a valorii de piață. Această abordare implică de obicei tehnici actualizare precum cele utilizate în cadrul metodei fluxurilor de numerar actualizate.

În utilizarea metodei FNA, valoarea unei afaceri este estimată ca valoare actualizată netă a fluxurilor de numerar viitoare estimate a fi generate de societate, folosind o rată de actualizare adecvată. Metoda FNA este folosită în special pentru evaluarea companiilor cu perspective de creștere și variații ale fluxurilor de numerar.

Pentru a estima valoarea de piață a unei întreprinderi pe baza metodei FNA, se parcurg de obicei următoarele etape:

- 1 **Estimarea fluxurilor de numerar** pentru o perioadă de timp viitoare, numită perioadă explicită de previziune;
- 2 Determinarea **valorii terminale** pe baza fluxurilor de numerar estimate a fi generate după perioada explicită de previziune
- 3 Estimarea **unei rate de actualizare** adecvate – luând în considerare riscurile asociate mediului economic din România și sectorului specific în care operează societatea subiect
- 4 **Estimarea valorii întreprinderii** ca valoare actualizată a fluxurilor nete de numerar previzionate și a valorii terminale prin aplicarea unei proceduri de actualizare corespunzătoare;
- 5 **Estimarea valorii capitalurilor proprii** pornind de la valoarea întreprinderii, deducând / adăugând valoarea datoriilor nete / disponibilităților nete, respectiv adăugând valoarea activelor în afara exploatarei (dacă există).

Fluxurile de numerar relevante se determină conform formulei:

FCFF = fluxuri de numerar din activitatea de exploatare (+ EBIT+ depreciere & amortizare – impozit pe profit +/- modificări ale capitalului de lucru net) + fluxuri de numerar din activitatea de investiții (+ vânzări de mijloace fixe – investiții / CAPEX)

Concepte de evaluare și metodologie (3/4)

Rata de actualizare este determinată în funcție de rata de remunerare a capitalului investit pentru o anumită structură de finanțare (capital propriu/ împrumuturi) pe care o pot obține investitorii într-o investiție similară cu cea din acest proiect și reprezintă „prețul” pe care îl solicită un investitor pentru a fi dispus să-și plaseze capitalul în compania respectivă, „preț” care trebuie să acopere:

- Faptul că o perioadă de timp capitalul este indisponibil pentru investitor; și
- Riscul asumat de investitor, aferent afacerii respective.

Amânarea consumului imediat este remunerată la nivelul ratei de rentabilitate fără risc (R_f), care reprezintă rata de câștig pentru investiții în titluri de stat pe termen lung (rata de rentabilitate considerată de investitor în condiții de risc zero).

Riscurile suplimentare asumate de investitor (inclusiv riscul de țară) sunt remunerate pe baza primelor de risc, care reprezintă surplusul de câștig pe care investitorul se așteaptă să îl obțină peste nivelul ratei de rentabilitate fără risc, pentru compensarea riscului care rezultă din imobilizarea capitalului investit.

Rata de actualizare folosită în mod uzual în estimarea valorii actualizate a fluxurilor de numerar este costul mediu ponderat al capitalului (WACC / CMPC). Valoarea actualizată a fluxurilor de numerar nete aferente perioadei explicite de previziune se numește valoare primară (VP). Valoarea terminală reflectă condițiile medii aferente unei afaceri așteptate de societate după perioada de previziune explicită (VT). În aplicarea metodei FNA se consideră că după perioada de previziune explicită afacerea s-a maturizat și în continuare se poate menține, poate crește sau poate să scadă.

Pentru a reflecta această evoluție, rata de actualizare se ajustează cu o rată de creștere în perpetuitate (g).

Nivelul valorii terminale estimat la finalul perioadei explicite este calculat după cum urmează: Valoarea terminală (valoare la finalul perioadei explicite de previziuni) = Fluxul de numerar net pentru ultimul an al perioadei de previziune explicită $\times (1+g) / (Rata\ de\ actualizare - g)$.

Astfel, valoarea întreprinderii estimată prin metoda FNA se calculează în felul următor: Valoarea întreprinderii (EV) = VP + VT, unde: VP = valoarea primară (explicită) iar VT = valoarea terminală (actualizată la Data evaluării).

Valoarea capitalurilor proprii se determină deducând din valoarea întreprinderii valoarea datoriilor nete înregistrate la Data Evaluării (datorii financiare minus numerar disponibil) și adăugând valoarea a activelor din afara exploatarei (dacă există).

Concepte de evaluare și metodologie (4/4)

2. Abordarea prin piață

Abordarea prin piață indică valoarea a 100% capitaluri proprii ale unei întreprinderi pe baza comparației subiectului evaluării cu alte întreprinderi similare care sunt tranzacționate public. Această abordare a fost utilizată pentru testarea rezonabilității rezultatelor evaluării obținute prin Abordarea prin venit.

Abordarea prin piață include aplicarea multiplilor financiari și operaționali derivați de la companii similare tranzacționate public.

Tranzacționarea acțiunilor companiilor comparabile cotate reprezintă indicatori cu privire la valoare, și, ulterior, la preț, care vor fi atribuite întreprinderii care face obiectul unei tranzacții. Metodologia utilizată pentru estimarea valorii indicative de piață a unei afaceri include următoarele etape:

Identificarea unor comparabile de piață adecvate – companii similare tranzacționate public și tranzacții publice în sectorul hotelier; sursele de date utilizate au fost S&P Capital IQ, Mergermarket, studiul de piață hoteluri C&W și cercetări proprii PwC;

Selectarea celor mai potriviți indicatori care vor fi utilizați în evaluare: EV/cameră și preț de tranzacție/cameră;

Aplicarea indicatorilor selectați la rezultatele istorice sau prognozate ale Societății subiect.

Obiectivul acestei analize este de a elabora un reper pentru intervalul de valori potențiale asociate cu valoarea întreprinderii, care poate fi utilizată ca punct de referință pentru evaluarea întreprinderii.

Limite ale Abordării prin piață

Menționăm că orice concluzie care ar putea fi derivată din utilizarea unor astfel de multipli prezintă o serie de limitări și din acest motiv trebuie studiat cu atenție, principalele limitări fiind:

- În realitate, nu există “twin-security”, și anume o societate perfect comparabilă, cu aceeași expunere la riscuri ca și obiectul evaluat. În esență, aceasta înseamnă că societăți cu profiluri de risc diferite în comparație cu obiectul evaluat sunt utilizate pentru estimarea valorii acestuia.
- În plus, există o serie de motive strategice pentru achiziționarea unei anumite societăți dintr-o anumită piață; aceste considerente conduc la prețuri care nu sunt în concordanță cu valorile tipice ale multiplicatorilor utilizați cel mai des.
- În particular, aplicarea Abordării prin piață societăților care activează în România este supusă unui nivel de subiectivitate mai mare decât în cazul altor societăți din Europa.
- În plus, multiplicatorii de rezultate istorice - venituri, valoare contabilă a capitalului propriu sau valoare contabilă a activelor ar trebui aplicați cu precauție. Indicatorii financiari istorici ar putea să nu reflecte adevărata poziție financiară a afacerii, în timp ce alți indicatori operaționali (numărul de clienți etc.) sau perspectivele viitoare ale pieței locale ar putea avea o influență semnificativă asupra prețului de achiziție al societății subiect/ tranzacționate.

Costul capitalului (1/7)

Costul mediu ponderat al capitalului (CMPC / WACC)

Costul mediu ponderat al capitalului (CMPC / WACC) reflectă ratele de recuperare a capitalului așteptate de acționari și de creditor, ponderate în funcție de aportul lor la capitalul investit. Costul mediu ponderat al capitalului se calculează folosind următoarea formulă:

CMPC = $K_d \cdot (1 - t) \cdot (\text{Grad de îndatorare}) + K_e \cdot (1 - \text{Grad de îndatorare})$, unde:

- K_d = Costul capitalului împrumutat înainte de impozitare;
- t = rata impozitului pe profit;
- Grad de îndatorare = Proporția capitalului împrumutat în capitalul total investit;
- K_e = Costul capitalului propriu;
- $1 - \text{grad de îndatorare}$ = Proporția capitalului propriu în capitalul total investit.

Capitalizarea – Ponderile atribuite fiecărei surse de capital sunt estimate folosind o structură de capital optimă bazată pe piața în care operează compania în cauză.

Determinarea costului capitalului propriu (K_e)

Investiția într-o afacere implică întotdeauna oportunități și riscuri. De aceea surplusul financiar nu poate fi determinat cu precizie. Pentru compensarea acestei lipse de precizie care este de fapt un risc al investiției, investitorii de capital solicită o primă de risc la plasarea capitalurilor lor.

Costul capitalului propriu se poate determina pe baza "*Modelului de evaluare a activelor financiare*" (din eng. "*Capital Asset Pricing Model*" sau "CAPM") în funcție de rata nominală de bază fără risc, prima pentru riscul de țară, prima de risc aferentă afacerii și riscul sistematic al societății (Beta).

Formula de calcul pentru costul capitalului propriu prin modelul CAPM este:

Cost capital propriu = $[(1 + R_f) \cdot (1 + CRP) - 1] + \text{Beta}_e \cdot \text{EMRP}$

unde:

- R_f = rata nominală fără risc, reprezintă randamentul obligațiunilor de trezorerie emise de Guvernul Germaniei cu maturitate de 30 ani;
- CRP = prima pentru riscul de țară;
- Beta_e = coeficient ce reflectă riscul sistematic al investiției, selectat ca mediană a comparabilelor din domeniul de activitate din care face parte întreprinderea evaluată, pe baza unei structuri de capital țintă (datorii / capital propriu);
- EMRP = prima de risc pe piața bursieră.

Rata nominală de bază fără risc (R_f)

Pentru determinarea ratei fără risc am luat în calcul randamentul unor investiții (cvasi-) fără risc. În cazul de față a fost luat în calcul randamentul (din eng. "*yield*") obligațiunilor emise de guvernul Germaniei în EUR, pe termen lung, cu maturitate de 30 de ani.

Astfel rata fără risc utilizată în calcule a fost de **3,1%** la Data Evaluării.

Costul capitalului (2/7)

Prima pentru riscul de țară ("CRP")

Ajustarea în plus față de rata fără risc datorată riscului de țară arată grade diferite de risc care apar la investiții în diferite țări. Pentru țări cu economie dezvoltată și stabilă, prima pentru riscul de țară este aproape zero, dar poate avea valori substanțial diferite și ridicate în țări cu economie în dezvoltare. În general, această rată reflectă diferențele economice, politice, financiare sau instituționale din diferite țări.

Rata fără risc datorată riscului de țară pentru România este reflectată de randamentul obligațiunilor guvernamentale române cu o maturitate de 30 ani. Ținând cont de randamentul (3,1%) obligațiunilor guvernamentale emise de Germania (rating AAA) și randamentul obligațiunilor guvernamentale române (6,5%), ambele având maturități similare (30 ani), s-a obținut o **primă de risc** pentru România de **3,4%**.

Prima de risc pentru capitalul propriu

Pentru estimarea primei de risc pe piața bursieră trebuie făcută o distincție între riscurile aleatorii ale unei afaceri, care pot fi eliminate, și riscul sistematic. Prima de risc se aplică doar riscului sistematic al unei afaceri care nu poate fi eliminat prin diversificare. Riscul sistematic este măsurat prin coeficientul beta care indică rentabilitatea domeniului de activitate față de piață. Indicele beta este o măsură a volatilității unor acțiuni dintr-un domeniu față de volatilitatea întregii piețe. Valori ale indicelui beta mai mari de 1 arată că acțiunile domeniului sunt mai volatile decât piața, iar un indice beta subunitar arată că acțiunile domeniului sunt mai puțin volatile decât piața. Prima de risc pentru capitalul propriu se calculează ca produs între prima de risc pe piață bursieră (EMRP) și coeficientul beta capital propriu.

Indicele beta capital propriu este obținut prin raportarea evoluției prețului acțiunilor companiilor selectate față de un indice general al pieței bursiere (regresie). Cu cât mai multe companii sunt luate în calcul cu atât acuratețea rezultatului este mai mare. Pentru a observa

evoluția prețurilor acțiunilor au fost luate în calcul modificări lunare pe o perioadă de 5 ani.

Indicele beta a fost estimat pe baza datelor istorice a 10 companii activând în sectorul hotelier (mai multe detalii despre societățile comparabile selectate sunt prezentate în paginile următoare). Datele de piață pentru determinarea indicelui beta pentru companiile comparabile (beta capital propriu, structură capital investit, valoare de piață capital propriu, datorii pe termen scurt și lung, numerarul disponibil) au fost furnizate de S&P Capital IQ.

Indicele beta pentru capitalul propriu determinat astfel (equity beta) depinde de structura capitalului investit astfel încât se determină indicele beta pentru active care ajustează indicele beta capital propriu pentru a elimina efectul acestei structuri.

Pentru **sectorul hotelier**, valoarea mediană a indicelui beta active este de 0,32, fiind ulterior ajustată cu un indicator în valoare de 0,68 care reprezintă corelația dintre indicele sectorului hotelier și indicele general al pieței bursiere. Valoarea finală a **beta active** utilizată este de **0,47**. Raportul **Capital împrumutat / Capital propriu** este estimat la **89,1%**, rezultând un **grad de îndatorare țintă** de **47,1%**.

Costul capitalului (3/7)

Cu alte cuvinte, pentru estimarea costului capitalului propriu s-a utilizat conceptul "Total beta" care implică riscul total asociat investiției în societatea subiect, atât riscul sistematic care nu se poate diversifica, cât și riscul nesistematic specific afacerii. Raționamentul utilizării acestui concept constă în faptul că piața bursieră din România nu permite o diversificare completă a investitorilor care plasează capital în acest segment al societăților cu o lichiditate redusă.

O estimare a primei de risc pe piața de capital (EMRP) poate fi obținută din diferențele istorice între randamentul acțiunilor cotate pe piața de capital, care poate fi calculat din analize bursiere, și randamentul investițiilor de capital fără risc. În studii istorice pentru piețele de capital dezvoltate se arată că randamentul acțiunilor cotate este cu 5-7 puncte procentuale mai mare decât randamentul investițiilor fără risc, în funcție de perioadele luate în calcul. În acest raport am luat în considerare o **primă de risc pentru piața bursieră de 6,0%**.

În urma calculelor efectuate a rezultat un **cost al capitalului propriu** pentru sectorul hotelier de **11,9%** (valoare mediană).

Determinarea costului capitalului împrumutat după impozitare ($K_d \cdot (1-t)$)

Costul capitalului împrumutat este rata medie ponderată de recuperare a capitalului calculată pe baza solicitărilor furnizorilor de capital. Și în acest caz, se presupune o strategie de finanțare ce duce la maximizarea valorii companiei.

Estimarea costului capitalului împrumutat utilizat în calculul CMPC are ca scop estimarea globală a finanțării costului mediu ponderat al capitalului împrumutat ca și cum toate datoriile ar fi refinanțate la data evaluării, în conformitate cu gradul de îndatorare țintă utilizat în calculul CMPC.

Costul capitalului împrumutat înainte de impozitare este înmulțit cu $(1-t)$, determinând astfel costul capitalului împrumutat după impozitare.

Societatea este plătitoare de impozit pe profit, iar cota de impozitare utilizată este **16%**. Cele două componente ale costului capitalului împrumutat sunt prima pentru riscul de țară și marja pentru capital împrumutat.

Pentru calculul costului capitalului împrumutat se utilizează următoarea formulă:

$$\text{Cost capital împrumutat după impozitare} = [(1 + \text{CRP}) \cdot (1 + R_f) - 1 + \text{DM}] \cdot (1-t)$$

unde:

- R_f = rata nominală fără risc, reprezintă randamentul obligațiunii de trezorerie emisă de Guvernul Germaniei cu maturitate de 30 ani;
- CRP = prima pentru riscul de țară;
- DM = marja capitalului împrumutat;
- t = rata impozitului pe profit (16%).

Marja pentru capitalul împrumutat se calculează ca diferența dintre randamentul obligațiunilor în EUR pentru companii din același sector de activitate cu rating AAA și randamentul obligațiunii fără risc emisă de Guvernul Germaniei, ambele cu maturități de 10 ani.

Luând în considerare marja pentru capitalul împrumutat de 0,7%, rata fără risc de 3,1%, prima pentru riscul de țară de 3,4% și deductibilitatea cheltuielilor cu dobânzile, **costul capitalului împrumutat** este egal cu **6,1%** pentru sectorul de turism hotelier.

Costul capitalului (4/7)

Sumar calcul CMPC

Ratele de rentabilitate cerute pentru capitalul propriu și împrumuturile pe termen lung, calculate în maniera descrisă mai sus, au fost ponderate în funcție de raportul optim între Capital împrumutat / Capital propriu obținut pe baza structurii capitalului companiilor comparabile.

Reamintim, estimarea costului mediu ponderat al capitalului (CMPC) se realizează cu următoarea formulă:

$$\text{CMPC} = [(\text{Costul capitalului propriu} * (1 - \text{Grad de îndatorare})) + [\text{Costul capitalului împrumutat} * \text{Grad de îndatorare} * (1 - t)]]$$

Costul mediu ponderat al capitalului, în EUR, la 30 iunie 2025 a fost estimat la **9,1%** pentru industria hotelieră (a se vedea tabelele din paginile următoare).

Pentru a estima costul mediu ponderat al capitalului în RON, CMPC în EUR a fost ajustat cu diferențialul de inflație RON vs. EUR estimat ca diferență între randamentul obligațiunilor guvernamentale române în EUR și în RON cu maturități similare. Formula de calcul a CMPC în RON este:

$$\text{CMPC în RON} = (1 + \text{CMPC în EUR}) * (1 + \text{Diferențialul de inflație estimat pe termen lung RON vs. EUR}) - 1$$

În concluzie, am estimat că valoarea CMPC în RON, la 30 iunie 2025 este de **10,5%** pentru industria hotelieră.

CMPC în EUR a fost folosit pentru **Hotel Internațional**, iar CMPC în RON a fost utilizat pentru **Turism Felix (exclusiv Hotel Internațional)** și respectiv **Turism Lotus Felix**.

Costul capitalului (5/7)

Costul mediu ponderat al capitalului la data de 30 iunie 2025

Sectorul de turism hotelier

Valori nominale în EUR

CMPC în EUR a fost folosit pentru Hotel Internațional, iar CMPC în RON a fost utilizat pentru Turism Felix (exclusiv Hotel Internațional) și respectiv Turism Lotus Felix

	Rata fără risc	Prima pentru riscul de țară	Beta active	Capital împrumutat/ Capital propriu	Grad de îndatorare ținută	Beta capital propriu	Prima pentru piața de capital	Costul capitalului propriu	Rata impozit pe profit	Marja capital împrumutat	Costul capitalului împrumutat	Costul Mediu Ponderat al Capitalului	Diferențialul de inflație	Costul Mediu Ponderat al Capitalului
	(Rf)	(CRP)		(D/E)	(D/D+E)		(EMRP)	(Ke)	(T)	(CS)	(Kd)	EUR	RON - EUR	RON
Limita de jos	3,1%	3,4%	0,45	89,1%	47,1%	0,84	6,0%	11,6%	16%	0,7%	6,1%	9,0%	1,2%	10,4%
CMPC	3,1%	3,4%	0,47	89,1%	47,1%	0,89	6,0%	11,9%	16%	0,7%	6,1%	9,1%	1,2%	10,5%
Limita de sus	3,1%	3,4%	0,75	89,1%	47,1%	1,42	6,0%	15,0%	16%	0,7%	6,1%	10,8%	1,2%	12,2%

Note:

Beta active a fost ajustat cu un coeficient de **0,68** având în vedere accesul limitat la sursele financiare și, prin urmare, la mijloacele de diversificare a riscului.

1. Rata fără risc în termeni nominali a fost estimată pe baza randamentului (yield) obligațiunilor emise de guvernul Germaniei în EUR pe termen lung (maturitate peste 30 ani)
2. Prima pentru riscul de țară, calculată pe baza ratingului S&P al României pe termen lung pentru credite în monedă convertibilă și a obligațiunilor emise în EUR de Guvernul României cu aceeași maturitate de 30 ani. S-a presupus că întregul risc de țară este aplicabil acestui sector
3. Indicele beta selectat ca mediană a raportului de activitate pentru societăți comparabile din sector
4. Raportul Capital împrumutat / Capital propriu selectat ca mediană a raportului D/E pentru societăți comparabile din sector
5. Rentabilitatea așteptată a pieței de capital (EMRP) a fost estimată pe baza diferențelor istorice dintre rentabilitatea acțiunilor societăților cotate, calculate index-ul pieței de capital și rentabilitatea investițiilor fără risc. Studiile istorice efectuate pe diverse piețe de capital arată un câștig suplimentar față de rata fără risc raportat la care variază între 5% și 7% în funcție de perioada analizată. Pentru analiza efectuată în prezentul raport s-a utilizat un EMRP de 6%
6. Costul capitalurilor proprii (Ke) determinat pe baza formulei CAPM $= [1 + ((1 + Rf) * (1 + CRP) - 1) * (Beta \text{ capital propriu} * EMRP)] - 1$
7. Am considerat o reducere a costului capitalului împrumutat datorată deductibilității dobânzii la împrumuturile contractate, calculată la rata marginală a impozitului pe profit de 16% în România. Această ipoteză este valabilă în cazul utilizării totale a economiilor rezultate din deductibilitatea dobânzilor
8. Marja capitalului împrumutat calculată ca diferență între rentabilitatea obligațiunilor de rating AAA în EUR pentru companii în același sector de activitate cu societatea subiect și randamentul obligațiunilor fără risc emise de Guvernul Germaniei, ambele pentru o maturitate de 10 ani
9. Costul capitalului împrumutat (Kd) determinat pe baza formulei $I = [(1 + CRP) * (1 + Rf) - 1 + CS] * (1 - T)$
10. Formula CMPC $= [(Ke * (1 - \text{gradul de îndatorare})) + [Kd * \text{gradul de îndatorare}]]$
11. Diferențialul de inflație a fost estimat ca diferența dintre randamentul obligațiunilor emise de guvernul României în EUR și RON cu o maturitate similară
12. CMPC după impozit în RON $= (1 + \text{CMPC după impozit în EUR}) * (1 + \text{diferențialul de inflație estimat pe termen-lung RON vs. EUR}) - 1$

Sursă: Analiză PwC, S&P CapitalIQ

"Este strict interzisă reproducerea în orice formă a oricăror informații, date sau materiale, inclusiv rating-uri ("Conținutul"), cu excepția cazurilor în care există acordul prealabil în scris din partea Furnizorului de Conținut respectiv. Această parte, afiliații și furnizorii săi ("Furnizorii de Conținut") nu garantează acuratețea, adecvarea, integritatea, actualitatea sau disponibilitatea oricărui Conținut și nu sunt răspunzători pentru nicio eroare sau omisiune (prin neglijență sau în orice alt mod), indiferent de motiv, și nici pentru rezultatele obținute din utilizarea acestui Conținut. În niciun caz Furnizorii de Conținut nu vor fi ținuți răspunzători pentru niciun fel de daune, costuri, cheltuieli, cheltuieli de judecată sau pierderi (inclusiv venituri pierdute sau profituri pierdute și costuri de oportunitate) în legătură cu orice utilizare a Conținutului. Orice mențiune a unei anumite investiții sau a unor instrumente financiare, a unui rating care face parte din Conținut nu constituie o recomandare de a achiziționa, vinde sau deține o astfel de investiție sau instrumente financiare, nu se referă la oportunitatea unei investiții sau a unui instrument financiar și nu va fi considerată consultanță de investiții. Rating-urile de credit reprezintă opinii și nu expuneri ale faptelor."

Privat și confidențial

PwC | Transilvania Investments Alliance S.A.

august 2025

57

Costul capitalului (6/7)

Estimare beta active Sectorul de turism hotelier

Nr.	Companie	Țara	Beta capital propriu ajustată	Capital împrumutat/ Capital propriu	Beta active
1	Arena Hospitality Group D.D.	Croația	0,59	88,5%	0,31
2	Valamar Riviera D.D.	Croația	0,56	56,6%	0,36
3	Pphe Hotel Group Limited	Olanda	0,82	175,0%	0,30
4	Ilirija D.D.	Croația	0,20	20,0%	0,17
5	Imperial Riviera D.D.	Croația	0,41	28,9%	0,32
6	Dalata Hotel Group Plc	Irlanda	1,08	94,2%	0,56
7	International Hotel Investments P.L.C.	Malta	0,66	178,5%	0,24
8	Lordos Hotels (Holdings) Public Limited	Cipru	0,39	22,5%	0,32
9	Meliá Hotels International, S.A.	Spania	1,29	92,5%	0,67
10	Minor Hotels Europe & Americas, S.A.	Spania	1,19	89,8%	0,62
Prima cuartilă				35,8%	0,30
Media				84,6%	0,39
Mediana				89,1%	0,32
Cuartila a treia				93,8%	0,51

Note:

1. Beta capital propriu conform S&P Capital IQ (observații lunare timp de 5 ani, beta ajustată)
2. Capitalizare bursieră în EUR de la S&P Capital IQ
3. Valoarea capitalului împrumutat în EUR (valori contabile) conform S&P Capital IQ
4. Beta active calculată cu formula: $\text{Beta active} = \text{Beta capitaluri proprii (din observații)} / [1 + \text{Capital împrumutat/ Capital propriu}]$
5. Societățile comparabile au fost alese în baza sectorului de activitate și a numărului de observații disponibile pentru beta

Sursă: Analiză PwC, S&P CapitalIQ

Costul capitalului (7/7) – companii din sectorul hotelier

Companii comparabile

Nr.	Companie	Țara	Descrierea companiei	Obs.	Beta capital propriu	Beta capital propriu ajustată
1	Arena Hospitality Group D.D.	Croația	Arena Hospitality Group d.d., împreună cu filialele sale, deține, coproprietează, închiriază, operează și dezvoltă hoteluri cu servicii complete de lux, superioare și lifestyle, apartamente de vacanță cu self-catering complexe, și campinguri.	60	0,38	0,59
2	Valamar Riviera D.D.	Croația	Valamar Riviera d.d., împreună cu filialele sale, operează drept companie de turism în Republica Croația și la nivel internațional.	60	0,34	0,56
3	Pphe Hotel Group Limited	Olanda	PPHE Hotel Group Limited deține, coproprietează, dezvoltă, închiriază, operează și încheie contracte de franciză pentru proprietăți imobiliare din domeniul hotelier în Olanda, Regatul Unit, Germania, Croația, Austria, Ungaria, Italia și Serbia.	60	0,73	0,82
4	Ilirija D.D.	Croația	Ilirija d.d. operează ca o companie de turism în Croația și la nivel internațional.	60	-0,20	0,20
5	Imperial Riviera D.D.	Croația	Imperial Riviera d.d. desfășoară activități hoteliere și de catering în Croația.	60	0,11	0,41
6	Dalata Hotel Group Plc	Irlanda	Dalata Hotel Group plc deține, închiriază și administrează hoteluri sub mărcile Maldron Hotels și Clayton Hotels în Dublin, Irlanda Regională, Regatul Unit și Europa Continentală.	60	1,12	1,08
7	International Hotel Investments P.L.C.	Malta	International Hotel Investments p.l.c., împreună cu filialele sale, se angajează în deținerea, dezvoltarea și operarea de hoteluri, facilități de agrement și alte activități legate de industria turismului și centre comerciale.	60	0,49	0,66
8	Lordos Hotels (Holdings) Public Limited	Cipru	Lordos Hotels (Holdings) Public Limited operează hoteluri în Cipru.	60	0,08	0,39
9	Meliá Hotels International, S.A.	Spania	Meliá Hotels International, S.A. deține, administrează, operează, închiriază și încheie contracte de franciză pentru hoteluri din întreaga lume.	60	1,44	1,29
10	Minor Hotels Europe & Americas, S.A.	Spania	Minor Hotels Europe & Americas, S.A. operează hoteluri în Spania, Italia, Sudul Europei, Statele Unite, Europa Centrală, Benelux, America Latină și la nivel internațional și Central Services.	60	1,28	1,19

Sursă: S&P CapitalIQ

Analiză societăți comparabile

Indicatori financiari și multipli – sectorul de turism hotelier

Nr. Companie	Țara	Capitalizare bursieră	Valoarea întreprinderii (EV)	Vânzări	EBITDA	EBIT	Profit net	Activ net	Capital de lucru net	CAPEX	EBITDA/Vânzări	EBIT/Vânzări	Capital de lucru net / Vânzări	CAPEX / Vânzări
		EUR m	EUR m	EUR m	EUR m	EUR m	EUR m	EUR m	EUR m	EUR m	%	%	%	%
1 Arena Hospitality Group D.D.	Croația	197,2	382,3	144,5	31,4	14,8	7,9	199,3	(14,0)	(13,8)	21,7%	10,2%	-9,7%	9,6%
2 Valamar Riviera D.D.	Croația	755,8	1.187,9	435,2	122,8	53,2	33,8	388,9	(128,0)	(129,5)	28,2%	12,2%	-29,4%	29,8%
3 Pphe Hotel Group Limited	Olanda	781,1	2.259,7	535,4	155,7	108,1	34,1	636,1	(29,8)	(89,6)	29,1%	20,2%	-5,6%	16,7%
4 Ilirija D.D.	Croația	64,3	77,7	31,1	8,0	4,8	4,0	54,8	10,4	(3,1)	25,8%	15,5%	33,3%	9,9%
5 Imperial Riviera D.D.	Croația	234,8	345,0	119,0	35,8	14,5	19,0	230,4	(33,1)	(59,5)	30,1%	12,2%	-27,8%	50,0%
6 Dalata Hotel Group Plc	Irlanda	1.363,0	2.373,6	652,2	198,8	159,3	78,7	1.419,4	(38,2)	(53,6)	30,5%	24,4%	-5,9%	8,2%
7 International Hotel Investments P.L.C.	Malta	283,2	1.183,1	306,8	59,9	33,9	4,4	910,4	121,5	(70,8)	19,5%	11,1%	39,6%	23,1%
8 Lordos Hotels (Holdings) Public Limited	Cipru	32,2	53,8	24,4	7,1	5,2	3,5	101,8	(1,6)	(9,4)	29,2%	21,3%	-6,7%	38,7%
9 Meliá Hotels International, S.A.	Spania	1.565,6	4.106,0	2.042,0	379,7	300,2	172,3	1.116,6	(172,7)	(87,2)	18,6%	14,7%	-8,5%	4,3%
10 Minor Hotels Europe & Americas, S.A.	Spania	2.696,7	5.001,2	2.477,0	526,9	422,2	252,8	1.276,3	(303,5)	(162,6)	21,3%	17,0%	-12,3%	6,6%
Prima cuartilă											21,4%	12,2%	-11,6%	8,6%
Mediana											27,0%	15,1%	-7,6%	13,3%
Media											25,4%	15,9%	-3,3%	19,7%
Cuarta a treia											29,2%	19,4%	-5,6%	28,1%
Coeficient de variație (COV)											18,4%	30,1%	-688,7%	78,4%

Nr. Companie	EV/Vânzări	EV/EBITDA	EV/EBIT	EqV/Profit net	EqV/Activ net
	multiplu	multiplu	multiplu	multiplu	multiplu
1 Arena Hospitality Group D.D.	2,6	12,2	25,8	25,0	1,0
2 Valamar Riviera D.D.	2,7	9,7	22,3	22,3	1,9
3 Pphe Hotel Group Limited	4,2	14,5	20,9	22,9	1,2
4 Ilirija D.D.	2,5	9,7	16,2	16,2	1,2
5 Imperial Riviera D.D.	2,9	9,6	23,7	12,4	1,0
6 Dalata Hotel Group Plc	3,6	11,9	14,9	17,3	1,0
7 International Hotel Investments P.L.C.	3,9	19,8	34,9	64,9	0,3
8 Lordos Hotels (Holdings) Public Limited	2,2	7,5	10,3	9,1	0,3
9 Meliá Hotels International, S.A.	2,0	10,8	13,7	9,1	1,4
10 Minor Hotels Europe & Americas, S.A.	2,0	9,5	11,8	10,7	2,1
Prima cuartilă	2,3	9,6	14,0	11,1	1,0
Mediana	2,7	10,2	18,5	16,8	1,1
Media	2,9	11,5	19,5	21,0	1,1
Cuarta a treia	3,5	12,1	23,4	22,8	1,4
Coeficient de variație (COV)	27,2%	30,1%	38,8%	78,6%	51,3%

Sursă: S&P Capital IQ, Analiză PwC

Privat și confidențial

PwC | Transilvania Investments Alliance S.A.

august 2025

60

Analiza pieței hoteliere (1/3)

Analiză tranzacții hoteluri M&A

Analiză tranzacții hoteluri

Nr.	Target	Țară	Oraș	An tranzacție n/a	Preț tranzacție m EUR	Tip hotel n/a	Nr. stele n/a	Nr. camere n/a	Pret/camera EUR/cameră
1	Hotel Duke Romana & Duke Armeneasca	Romania	Bucuresti	2025	5,0	Urban	3	71	70.423
2	Hotel Coroana de Aur din Bistrita	Romania	Bistrita	2024	3,5	Urban	4	87	40.000
3	K+K Hotel Elisabeta	Romania	Bucuresti	2023	5,0	Urban	4	67	74.627
4	Eurohotel Baia mare	Romania	Baia Mare	2023	2,1	Urban	3	64	32.813
5	Hotel Doubletree by Hilton Oradea	Romania	Oradea	2022	11,0	Urban	4	147	74.830
6	Hotel Golden Tulip Bucuresti	Romania	Bucuresti	2022	7,3	Urban	4	81	90.123
7	Hotel Onix - Cluj	Romania	Cluj	2022	4,6	Urban	3-4	64	71.875
8	Opera Plaza - Cluj	Romania	Cluj	2021	9,3	Urban	5	64	145.313
9	Suite Hotel	Bulgaria	Sofia	2022	10,0	Urban	4	122	81.967
10	Sofitel Budapest Chain Bridge	Ungaria	Budapesta	2023	75,0	Urban	5	357	210.084
11	Regent Hotel	Polonia	Varsovia	2021	28,9	Urban	5	246	117.480
12	Hotel Mercure	Slovenia	Bratislava	2021	17,0	Urban	4	175	97.143

Minim		32.813
Prima cuartilă		71.512
Mediana		78.399
Media		92.223
Cuarta a treia		102.227
Maxim		210.084
Coeficient de variație (COV)		61,1%

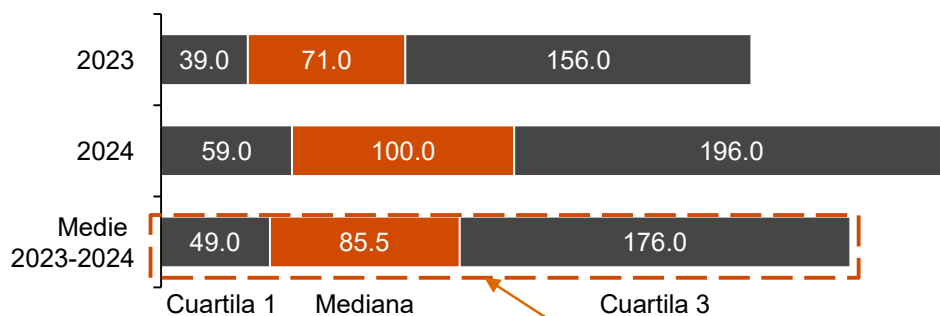
Pentru România, intervalul rezultat din **Analiza tranzacții hoteluri** este dat prețul/ cameră minim ca limită inferioară pentru hoteluri de 3 stele și cuartila 3 ca limită superioară pentru hoteluri de 4 stele.

Sursa: Mergermarket, Crosspoint Real Estate - „Romanian Hotel Market 2024, White Bridge - EMEA HOTELS MONITOR, BVB, Alte articole sau site-urile companiilor selectate, Analiză PwC

Analiza pieței hoteliere (2/3)

Studiu de piață hoteluri - Cushman & Wakefield, 2024

Prețul de tranzație/ cameră (mii EUR/ cameră)



Intervalul rezultat din **Analiza studiului de piață 2024 Cushman & Wakefield** este dat de valorile medii 2023 - 2024 pentru prima și a treia cuartilă.

Tendințe recente ale tranzațiilor (m EUR, 2024)

	Hoteluri	Camere	Volume	Variație (%) *
CEE-6	32	3.519	399	16%
Capitalele țărilor	12	1.378	150	-41%
Republica Cehă	8	872	153	27%
Polonia	8	1.209	129	63%
România	7	582	52	93%
Ungaria	5	774	56	-43%

* Se referă la modificarea procentuală a volumului tranzațiilor față de perioada anterioară

Sursa: Studiul de piață Cushman & Wakefield – „Marketbeat CEE-6 Hospitality H2 2024”, emis în anul 2025, Analiză PwC

Privat și confidențial

PwC | Transilvania Investments Alliance S.A.

Potrivit analizei de piață hoteluri din regiunea Europa de Est și Centrală („CEE-6” – *Bulgaria, Republica Cehă, Ungaria, Polonia, România și Slovacia*) din studiul emis de Cushman & Wakefield:

- >> Prețul de tranzaționare/ cameră a crescut cu ~41,0% în anul 2024 vs. 2023, media înregistrată pe parcursul celor doi ani fiind de **~85,5 mii EUR/ cameră** (valori mediane).
- >> Creșterea volumului investițiilor la nivelul regiunii analizate cu ~16% în 2024 vs. 2023 este datorată în principal creșterii activității în Republica Cehă, care a devenit lider în regiunea analizată în acest sens, fiind urmată de Polonia, Ungaria și România. Trendul pozitiv este așteptat și în anul 2025, pe fondul mai multor tranzații majore deja finalizate, respectiv alte tranzații în diferite stadii ale procesului de vânzare.
- >> În anul 2024, în capitalele celor șase țări analizate din regiunea CEE, au fost inaugurate 12 hoteluri și apartamente cu servicii hoteliere, cu ~1.300 camere. Accentul a fost pus pe segmentele Upper Upscale și Upscale. Oferta de camere a crescut cu ~1,4%, iar în 2025 se așteaptă ca oferta în capitalele regiunii analizate să crească cu ~1,9% (București cu ~1,7%).
- >> Regiunea analizată a înregistrat o creștere de ~8,9% a RevPAR („Revenue per Available Room”) față de 2023, în principal pe seama creșterii ADR („Average Daily Rate”) cu ~4,7%, fiind peste nivelul înregistrat în 2019. Față de anul 2023, gradul de ocupare a crescut cu ~2,5pp, ajungând la ~65,2% în 2024, însă rămâne în continuare sub pragul atins în 2019, cu ~4,7pp. Se așteaptă ca piața din România și Bulgaria să crească în următorii ani pe fondul includerii lor în Spațiul Schengen.

august 2025

Analiza pieței hoteliere (3/3)

Analiză companii listate care operează în domeniul hotelier

Analiză companii listate

Nr. Companie	Țara	Capitalizare bursieră m EUR	Valoarea întreprinderii (EV) m EUR	Număr camere n/a	Număr stele n/a	Tip hotel n/a	EV / Cameră EUR/ cameră	Capitalizare / Cameră EUR/ cameră
1 Agros Development Company "Proodos" Public Ltd	Cipru	10,8	14,2	156	4	Munte	91.332	69.043
2 Avrasya Petrol Ve Turistik Tesisler Yatirimlar Anonim Sirketi	Turcia	15,5	15,2	148	4	Urban	102.375	105.039
3 Dalata Hotel Group Plc	Irlanda	993,4	1.934,6	12.219	3-4	Urban	158.326	81.296
4 Intercontinental Hotels Group Plc	Regatul Unit	19.003,7	21.660,8	990.116	3-5	Urban/Litoral	21.877	19.193
5 Les Hôtels De Paris Sa	Franța	8,6	163,8	347	3-4	Urban	472.011	24.694
6 Liburnia Riviera Hoteli D.D.	Croația	104,1	127,4	2.100	3-5	Litoral/Munte	60.646	49.575
7 Maistra D.D.	Croația	514,4	578,5	13.700	4-5	Urban/Litoral	42.226	37.546
8 Minor Hotels Europe & Americas, S.A.	Spania	2.744,6	4.996,8	55.769	4-5	Urban/Litoral	89.599	49.213
9 Pphe Hotel Group Limited	Olanda	712,5	2.262,6	9.600	4-5	Urban/Litoral	235.691	235.691
10 S.C. Tusnad S.A.	România	4,5	4,0	108	3-4	Balnear/Munte	37.149	41.854
11 Sc Palace S.A.	România	4,8	5,0	150	4	Urban/Munte	33.134	31.918
12 Scandic Hotels Group Ab (Publ)	Suedia	1.309,0	5.125,5	55.452	3-4	Urban/Litoral	92.432	23.606
13 Soges Group S.P.A.	Italia	11,0	13,2	324	4	Litoral/Munte	40.634	34.080
14 Tatry Mountain Resorts, A.S.	Slovacia	260,5	687,0	1.431	3-4	Munte/Resort	480.066	182.012
15 Warimpex Finanz- Und Beteiligungs Ag	Austria	29,8	185,1	537	4-5	Urban/Litoral	344.696	55.454

Prima cuartilă		41.430	32.999
Mediana	Pentru România, intervalul rezultat din Analiza companii listate este dat de prima cuartilă și medie având în vedere că s-a observat un nivel al prețurilor/ cameră mai redus în România comparativ cu media europeană.	91.332	49.213
Media		153.479	69.348
Cuarta a treia		197.008	75.170
Coeficient de variație (COV)		226,3%	89,4%

Sursa: S&P Capital IQ, Analiză PwC

Factorul de amortizare ajustat cu inflația (rata CvD)

An	Factor de ajustare inflație	Factor de amortizare	Factor de amortizare ajustat cu inflația
0	1,000	2,0%	0,0200
1	0,976	4,0%	0,0390
2	0,952	4,0%	0,0381
3	0,929	4,0%	0,0371
4	0,906	4,0%	0,0362
5	0,884	4,0%	0,0354
6	0,862	4,0%	0,0345
7	0,841	4,0%	0,0337
8	0,821	4,0%	0,0328
9	0,801	4,0%	0,0320
10	0,781	4,0%	0,0312
11	0,762	4,0%	0,0305
12	0,744	4,0%	0,0297
13	0,725	4,0%	0,0290
14	0,708	4,0%	0,0283
15	0,690	4,0%	0,0276
16	0,674	4,0%	0,0269
17	0,657	4,0%	0,0263
18	0,641	4,0%	0,0256
19	0,626	4,0%	0,0250
20	0,610	4,0%	0,0244
21	0,595	4,0%	0,0238
22	0,581	4,0%	0,0232
23	0,567	4,0%	0,0227
24	0,553	4,0%	0,0221
25	0,539	2,0%	0,0108
		100,0%	
		Suma factorilor	0,746
		Factor	134%

Sursă: Analiza PwC

Declarație de certificare privind activitatea de evaluare

Prin prezenta, PricewaterhouseCoopers Management Consultants S.R.L., persoană juridică română, cu sediul în București, clădirea Ana Tower, Blvd. Poligrafiei, nr. 1A, sector 1, înregistrată la Registrul Comerțului sub numărul J40/25750/1994, cod fiscal R6812848, certifică că îndeplinește condițiile referitoare la independența evaluatorului prevăzute în normele speciale care reglementează profesia de evaluator autorizat din România – Codul de Etică al profesiei de evaluator autorizat adoptat de Asociația Națională a Evaluatorilor Autorizați din România (ANEVAR).

Certificăm că Evaluatorul respectă Codul de Etică al profesiei de evaluator autorizat privind obiectivitatea, imparțialitatea și competența membrilor echipei noastre.

Evaluatorul nu are un interes prezent sau viitor în **Transilvania Investments Alliance S.A. sau Turism Felix S.A. sau in orice companie afiliată**. Suma stabilită cu titlu de remunerație pentru realizarea lucrării de evaluare nu a determinat declararea în lucrare a unei valori prestabilite între părți sau a unei valori care ar favoriza clientul în sensul obținerii unui anumit rezultat sau apariției unui eveniment ulterior.

Analizele, opiniile și concluziile exprimate în lucrarea de evaluare sunt întemeiate și dezvoltate în conformitate cu cerințele standardelor de evaluare adoptate de ANEVAR, standarde ce includ cerințele Standardelor Internaționale de Evaluare (IVS) publicate de International Valuation Standards Council (IVSC). Prin prezenta certificăm faptul că membrii echipei care au desfășurat lucrarea de evaluare sunt membri acreditați sau titulari ANEVAR, că firma PricewaterhouseCoopers Management Consultants S.R.L. este membru corporativ ANEVAR și că avem competența necesară să efectuăm această lucrare conform cerințelor profesiei de evaluator autorizat.



Glosar de termeni (1/3)

Termen	Definiție / Semnificație
ADR	Average Daily Rate
ANEVAR	Asociația Națională a Evaluatorilor Autorizați din România
BVB	Bursa de Valori București
BVC	Bugetul de venituri și cheltuieli
BVC	Bugetul de venituri și cheltuieli
C&W	Cushman & Wakefield
CAGR	Rata anuală compusă de creștere (din limba engleză: Compound Annual Growth Rate)
CAPEX	Cheltuieli de capital/ investiții (din limba engleză: Capital Expenditure)
CAPM	Model de evaluare a activelor financiare (din limba engleză: Capital Asset Pricing Model)
CEE	Europa Centrală și de Est
CMPC / WACC	Costul mediu ponderat al capitalului (din limba engleză: Weighted Average Cost of Capital)
CNPP	Casa Națională de Pensii Publice
CRP	Prima pentru riscul de țară (din limba engleză: Country Risk Premium)
Data Evaluării	30 iunie 2025

Glosar de termeni (2/3)

Termen	Definiție / Semnificație
EBIT / EBITDA	Profitul înainte de dobânzi și taxe / Profitul înainte de dobânzi, taxe, deprecieri și amortizare
EMRP	Prima de risc pe piața bursieră (din limba engleză: Equity Market Risk Premium)
EqV	Valoarea capitalului propriu (din limba engleză: Equity Value)
EUR	Moneda zonei Euro
FCFF	Flux de numerar la dispoziția întreprinderii (din limba engleză: Free Cash Flow to the Firm)
FNA / DCF	Fluxuri de numerar actualizate (din limba engleză: Discounted Cash Flows)
IVS	Standardele Internaționale de Evaluare (din limba engleză: International Valuation Standards)
Kd	Costul capitalului împrumutat (din limba engleză: cost of debt)
Ke	Costul capitalului propriu (din limba engleză: cost of equity)
m	Milioane

Glosar de termeni (3/3)

Termen	Definiție / Semnificație
M&A	Fuziuni și achiziții (din limba engleză: Merger and Aquisition)
Mp	Metru pătrat
PwC sau Evaluatorul	PricewaterhouseCoopers Management Consultants S.R.L.
RevPAR	Venit pe Cameră Disponibilă (din limba engleză: Revenue per Available Room)
Rf	Rata fără risc (din limba engleză: Risk free rate)
RON	Moneda națională din România
Servicii	Servicii de evaluare furnizate de PwC în conformitate cu Contractul nr. M94 din data de 07 iulie 2025
t	Cota de impozit pe profit/ impozitul specific
Transilvania Investments, TIA sau Clientul	Transilvania Investments Alliance S.A.
Turism Felix, TUFE sau Societatea	Turism Felix S.A.



© 2025 PricewaterhouseCoopers Management Consultants S.R.L. Toate drepturile rezervate. În acest document, „PwC” se referă la PricewaterhouseCoopers Management Consultants S.R.L, care este o firmă membră a PricewaterhouseCoopers International, fiecare firmă membru fiind o entitate juridică separată.