



X-VENTURES

A cégértékelés alapjai és módszerei

Mit tanítanak az egyetemen, és mit használunk a valóságban? Elmélet és gyakorlat

Levente Zsembery
CEO, X-Ventures

Budapest, 2018. október 3.

Hogyan definiáljuk a vállalatértéket?



X-VENTURES

ESZKÖZ

FORRÁS

CÉGÉRTÉK

SAJÁT TŐKE
ÉRTÉKE

ADÓSSÁG
ÉRTÉKE

- A vállalatérték fogalma több értelemben is használt:
 - Cégérték (működési cégérték),
 - Saját tőke értéke (részvényérték, kapitalizáció);
- Értékelhetjük közvetlenül a saját tőkét, vagy eljuthatunk hozzá a cégértéken keresztül az adósság értékének levonásával.

Honnan származik az érték?



X-VENTURES

A vállalat eszközeinek mai értékéből és a társaság által a jövőben várhatóan megtermelt jövedelemből.

Nyereség
(ami megképződik):

- számviteli elvektől függ
- kozmetikázható
- nem mérhető össze a befektetők pénzbefektetésével
- nem veszi figyelembe a működés tőkeigényét
- nem diszkontálható



Szabad pénzáram
(ami kivehető):

- adott időszak alatt pontosan meghatározható
- menedzselhető, de utólag nehezen manipulálható
- almát almával, körtét körtével vet össze
- figyelembe veszi a működés tőkeigényét
- jelenértékre számítható



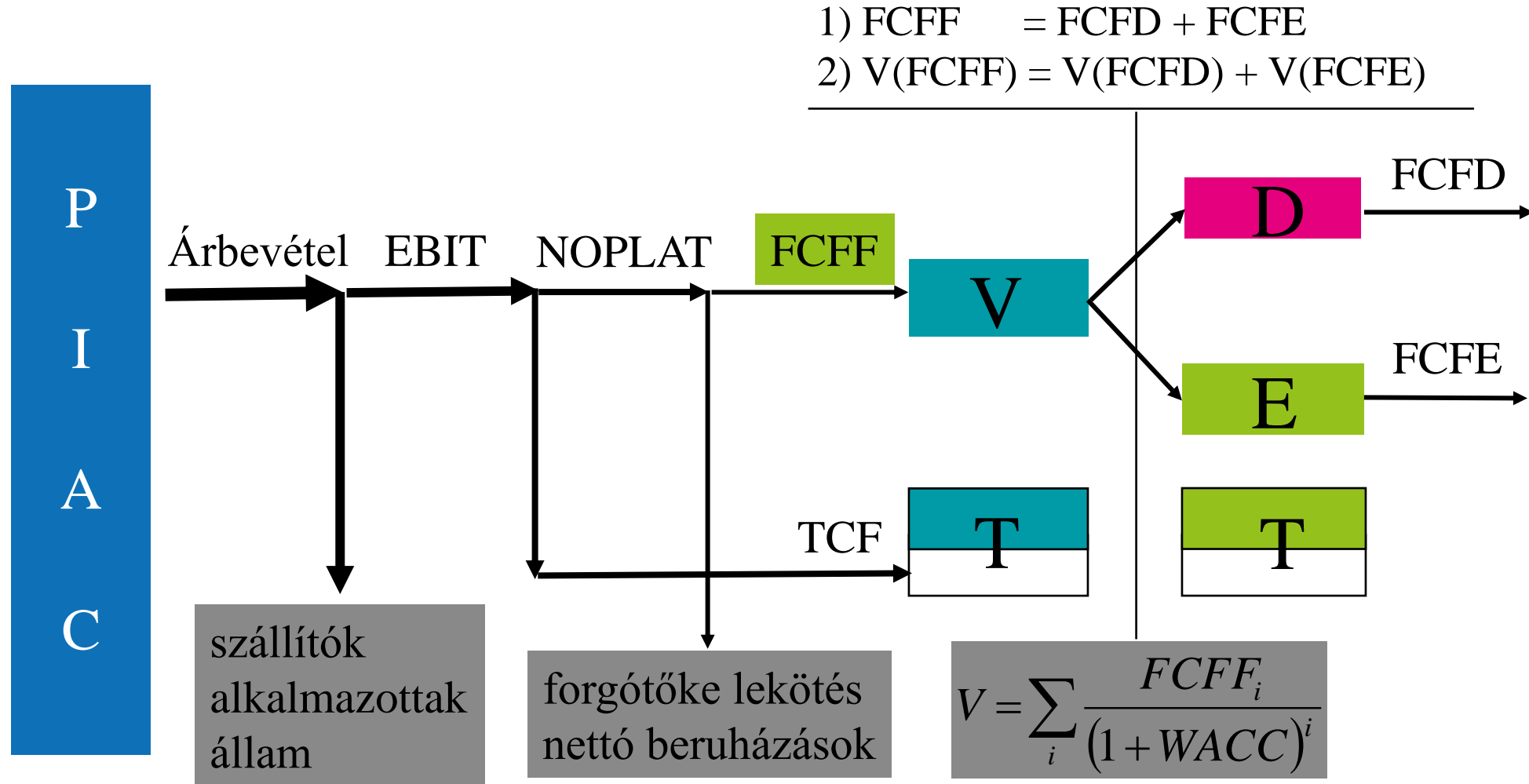
Vállalatértékelési módszerek



X-VENTURES

1.	Eszközalapú értékelés	A társaság által használt eszközök piaci árára építve ad becslést a társaság (működés nélküli) értékére
2.	DCF	Jövőbeli cash flow-t feltételezve meghatározza a cég belső értékét
3.	Mutató alapú értékelés	A hasonló cégek piaci vagy tranzakciós árait alapul véve próbál becslést adni a társaság piaci értékére
4.	Reálopciók megközelítés	A jövőbeli döntési lehetőséget magukban hordozó projektek értékét határozza meg a projekt értékének várható jövőbeli értékalakulására alapozva

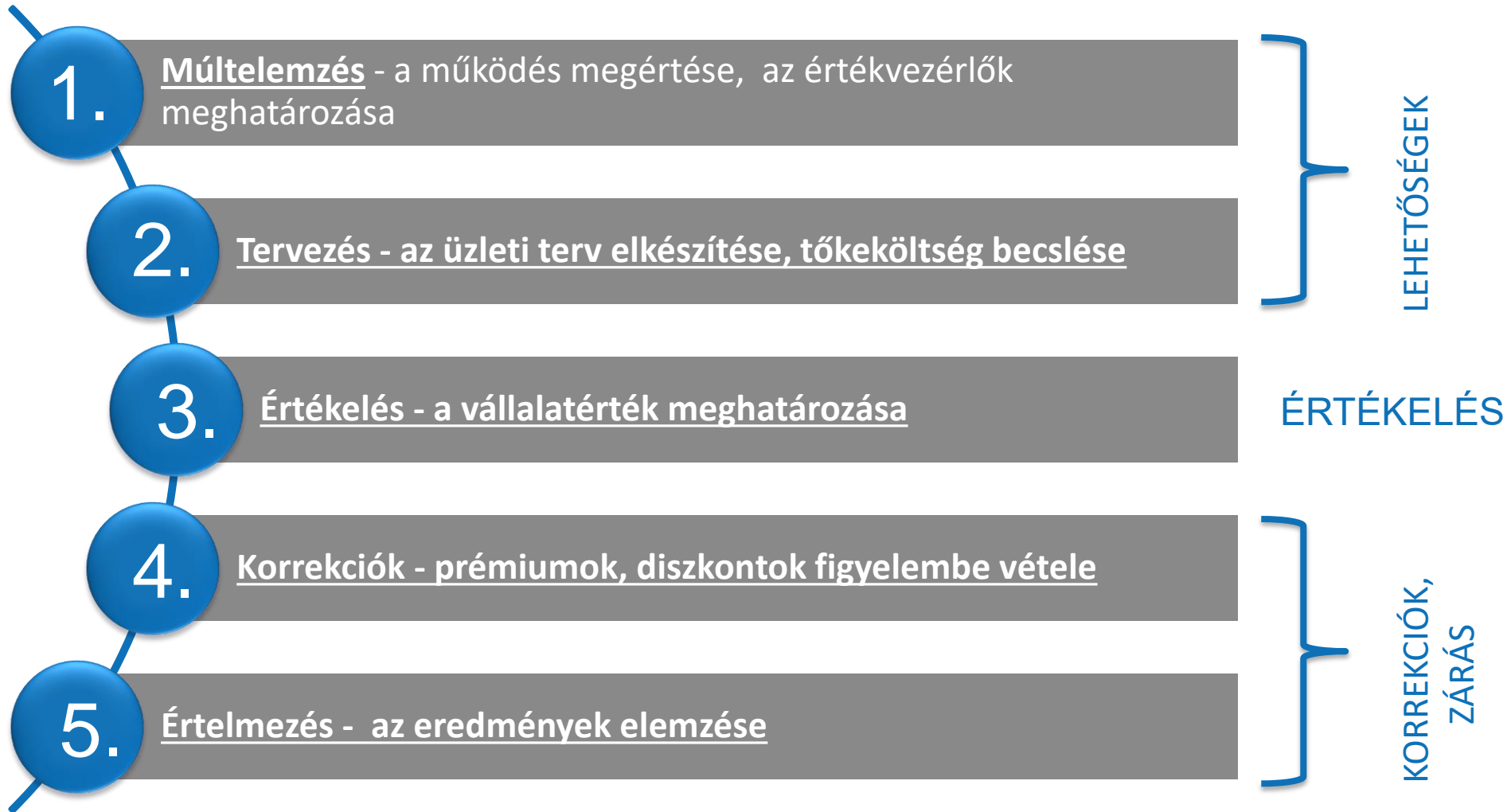
Honnan származik a vállalati cash flow?



Az értékelés folyamata



X-VENTURES



■ OBJEKTIVITÁS

- △ Csak az ár objektív, az érték nem. Mindig valakinek a szempontjából létezik. Ki fizeti az értékelőt?

■ KORLÁTLANSÁG

- △ Nincs érték piac nélkül. Értékelés csak ott lehetséges, ahol árazás van. Összehasonlítás problematika.

■ STABILITÁS

- △ Nincs időt álló értékelés; csak adott helyen, időben és feltételek között megvalósított.

■ REALIZÁLHATÓSÁG

- △ Nincs piaci vagy etikai szabály arra, hogy az értéket meg kell fizetni. Garancia csak a módszertanra és az alaposságra adható, nem a megállapított érték realizálására.

Eset I. - Objektivitás

- 2007 elején a MÁV eladásra hirdette meg áru fuvarozási leányvállalatát, a MÁV Cargo-t.
- A társaság mögött egyetlen lezárt önálló üzleti év állt, saját vontatási kapacitással nem rendelkezett.
- A vasúti áru fuvarozás aránya folyamatosan csökkent a közúttal szemben, míg a vasúti liberalizáció miatt a privát versenytársak jelentek meg a piacon.
- A MÁV előzetesen 40-50 milliárd forintot szeretett volna kapni a társaságért, de a folyamat előre haladtával, a versenyt látva a várakozások növekedtek.
- A privatizációs folyamat második körös kötelező érvényű ajánlatai a következők voltak:
 - △ 57,1 Mrd HUF (egy kockázati tőkebefektető)
 - △ 86 Mrd HUF (egy közúti szállítmányozó, fuvarozó)
 - △ 90 Mrd HUF (egy vasúti áru fuvarozó)
 - △ 102,5 Mrd HUF (Rail Cargo Austria)
- A Balkán és Nyugat Európa között nincsen olyan vasúti áru fuvarozási útvonal, ami ne haladna át Ausztrián vagy Magyarországon.

Eset II. - Korlátlanág

- 2008 elején a BorsodChem akkori tulajdonosa egy építőipari downstream társaság értékesítéséről döntött;
- A társaság nyereségesen működött, kiterjedt nemzetközi vevőkörrel a felső-közép kategóriás szegmensben;
- A társaságok alapanyaggal való ellátását a BC hosszú távú szerződésben vállalta a vevőjelöltek irányába;
- A társaság működésében komoly hatékonysági tartalékok voltak, szakmai befektető számára jó bővítési, növekedési lehetőségeket tartogatott;
- A társaság iránt 2008 nyarán többen érdeklődtek, a legaktívabb egy nagy nemzetközi műanyagipari gyártó volt, akinek nemzetközi stratégiájába a társaság kiválóan illeszkedett volna.
- 2008 októberében a PVC árak néhány nap alatt 30%-kal estek, az építőipar kilátásai jelentősen romlottak. A vevőjelölt többet „eltűnt”, tanácsadója elérhetetlenné vált, többet nem jelentkezett.

Eset III. - Stabilitás



Az alapító/CEO szerint a cég túlértékelt

A piac a hétvégén rájön, hogy nem feltétlenül ért egyet



Eset IV. - Realizálhatóság

- Tulajdonosai 2008-ban eladásra kínáltak egy kisebb magántulajdonban lévő gyógyszergyártót;
- A kisebbségi tulajdonos – akinek a sajátos részvényesek közötti megállapodásnak köszönhetően vétőjoga volt – 20 millió eurós vételárhoz kötötte az eladás támogatását;
- 2008 nyarán egy vevőjelölt 18 millió eurót meghaladó ajánlatot tett kedvező fizetési feltételek mellett;
- A kisebbségi tulajdonos az eladást megvétózta, a tulajdonosok egymás között számoltak el, a korábbi kisebbségi tulajdonos 100%-os tulajdonossá vált;
- A komoly hitelállomány és az egymás közötti tranzakciók miatt az immár 100%-os tulajdonosnak új tőkéstárs után kellett néznie 2009 elején;
- Az új befektető 2009-ben kevesebb, mint 1 millió eurós tőkeemelésért cserébe 50%-os részesedést szerezhetett a társaságban;