

Generációváltás a családi
vállalkozásokban konferencia fő
szervezője és megvalósítója:



KNOWHOUSE
CONSULTING

Vállalatértékelés és cégöröklés: pénzügyi racionalitás a generációváltás útvesztőjében

Bölöni Eszter

eszter.boloni@fortima.hu

Mit látunk a képen?



Mi az, ami eladó?
Cég? Üzletrész? Eszközök? Üzletág?
Szerződések?

Ki a vevő?
Szakmai? Pénzügyi? Többségi? Kisebbségi?



A vállalati érték - alapvetések

- **Fogalma?**

- A **vállalat értéke** a vállalat, mint forgalomképes, önálló egység értékesítése esetén elérhető korrekt piaci ár.
- A vállalatnak akkor is van értéke, ha nem értékesítik.
- A vállalati érték a **stratégia** függvénye, a stratégia alkotás célja a vállalati érték maximalizálása, a cég értékét növelő tényezők és lépések optimális kombinációjának kijelölésével.
- A vállalati érték **pénzben** kifejezett fogalom.

- **Miért növeljük?**

- magasabb érték = több pénz
- több pénz
 - → nagyobb rugalmasság a tulajdonosi és vezetői döntéseknél
 - → nagyobb jólét - mind a tulajdonosok, mind a munkavállalók, mind az állam és a vállalatot övező közösségek számára

- **Hogyan számítható?**

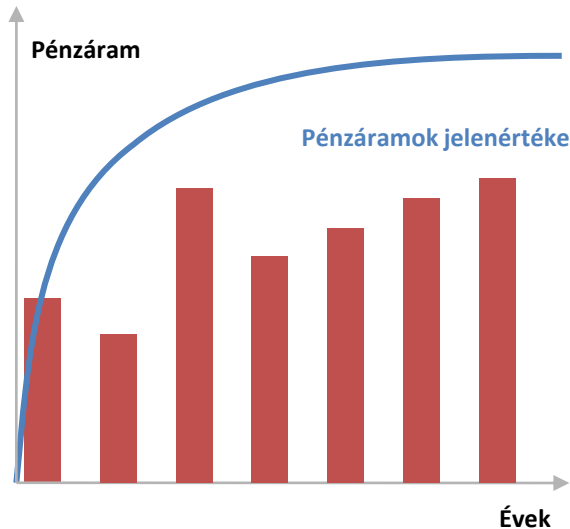
- tőzsdei cég - árfolyam a kiindulópont
- nem tőzsdei cég - jellemzően **pénzáramlás** alapján, vállalatértékelési módszerekkel
- kiindulópont: a számviteli információk, kimutatások

Értékelési módszerek

Jövedelem alapú módszerek

A módszer a vállalat jövőben várható szabad pénzáramait diszkontálja az értékelés időpontjára, amelyben a diszkontfaktor a pénz időértékét és a jövőbeni pénzáramok bizonytalanságát, kockázatát fejezi ki.

$$PV(FCF) = \frac{FCF_1}{(1+r)^1} + \frac{FCF_2}{(1+r)^2} + \frac{FCF_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{TV}{(1+r)^n}$$



Piaci összehasonlító módszerek

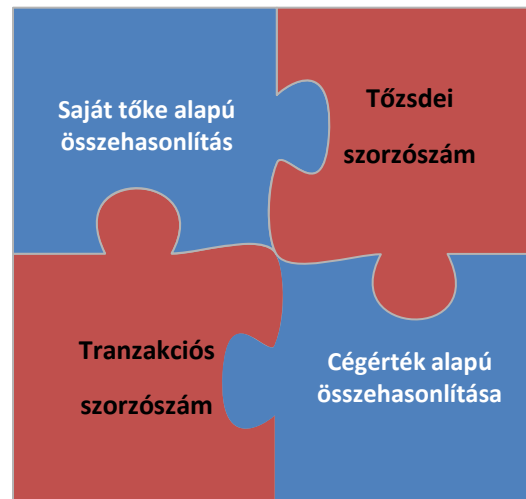
A módszer hasonló vállalatok piaci vagy tranzakciós alapú árait figyelembe véve ad becslést a vállalat piaci értékére vonatkozóan.

Például $P = P/E * EPS$

Nettó eszközérték alapú módszerek

A módszertan szerint a becslt piaci érték az egyes eszközök és kötelezettségek piaci értékére történő újraértékelése, s a mérlegen kívüli tételek figyelembe vételével határozható meg.

Saját tőke könyv szerinti értéke + Egyedi eszközök és források piaci értékelése alapján többletérték - értékhiány



Saját tőke könyv szerinti értéke

- Egyedi eszközök piaci értékének meghatározása
- Nettó hitelállomány piaci értékének meghatározása
- Mérlegen kívüli eszközök és kötelezettségek becslt piaci értékének figyelembe vétele

Saját tőke piaci értéke

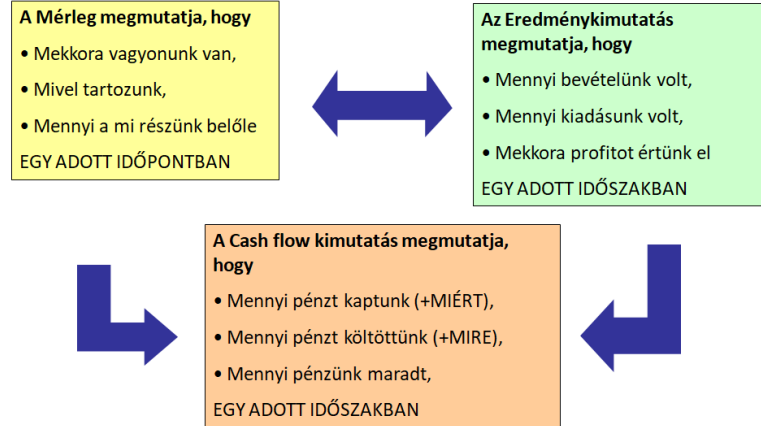
A piaci érték úgy definiálható, mint olyan ár, amiben egy nem korlátozott, szabad piacon, ésszerű körülmények között egy jól tájékozott, eladni akaró, de eladásra nem kényszerülő eladó és egy jól tájékozott, vásárolni akaró, de vásárolni nem kényszerült vevő egyezne meg, ahol mindkét fél gazdasági érdekeinek megfelelően cselekszik, megfelelően tájékozott a piaci körülményekről, az adott vállalat vagyoni helyzetéről és jövőbeli kilátásairól.

A vállalat – Történet és Számok

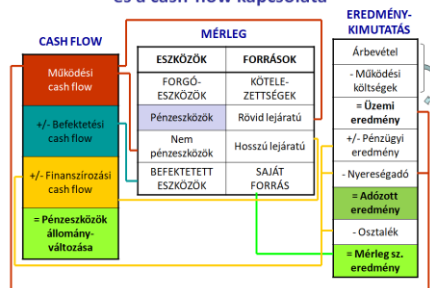
Cégcsoport áttekintés – kulcskérdések Cégenként:

- Mi a cég tevékenysége? Stratégiája? Története? Szervezete? Termékei? Telephelyei? Értéklánca? Stb.
- Melyek a lényegi gazdasági jellemzői, főbb vagyonelemei?
- Mitől értékes?
 - Az általa birtokolt eszközök / jogok jelentik az értéket?
 - Tartósan jövedelmező az alaptevékenység?
 - A csoporton belül fontos, fenntartandó szerepe van?
 - Érzelmi értéke van?
- Miért JÓ, ha a család tulajdonában van? JÓ, ha a család tulajdonában van?
- Mi a jövője a cégnek?
 - Mi a jövője a tevékenységnek?
 - Mi a jövője a tulajdonnak?
- Mi a kapcsolata a többi céggel?
- Van-e fölös eszköze?
- Van-e kötöttséget okozó tényező a cégben? (támogatás, hitel stb.)

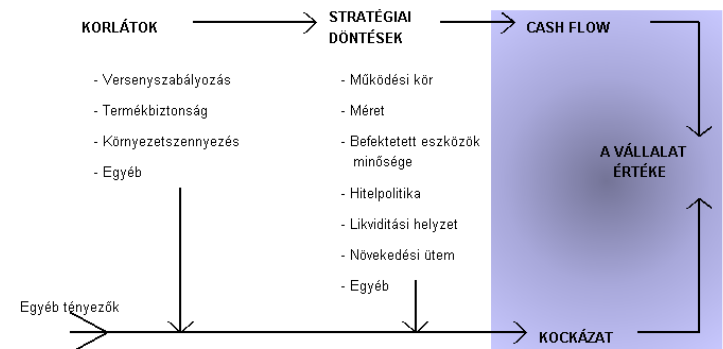
Pénzügyi kimutatások tartalma



A mérleg, az eredménykimutatás és a cash-flow kapcsolata



A vállalat értékét meghatározó tényezők



$$PV(FCF) = \frac{FCF_1}{(1+r)^1} + \frac{FCF_2}{(1+r)^2} + \frac{FCF_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{TV}{(1+r)^n}$$

A vállalati érték – alapvetések / MIT értékelünk?

Az értékelési modell – Az érték összetétele

összefüggése az értékkategóriákkal és értékelési módszerekkel

A vállalat értéke milyen részekből áll? Egy üzletág esetén? Több üzletág esetén?
Hogyan illeszthetőek az értékelésbe az alaptevékenységhez nem használt eszközök?

A vállalati értékből hogyan számítható a saját tőke érték?

Hogyan határozható meg egy konkrét tulajdonos számára a tulajdoni hányadának az értéke?

A Üzletág
B Üzletág
... Üzletág
Vállalat alaptevékenységének értéke
+ Fölös eszközök
Vállalat értéke
- Hitelek értéke
Saját tőke érték
- tulajdonosi jogosítvánnyal kapcsolatos korrekciók
Tulajdoni hányad értéke

A vállalati érték – alapvetések / **MIKOR** értékelünk?

Értékelni kell, ha nincs piaci érték, de szükség van értékre:

Tranzakció esetén:

- tőzsdei kibocsátás
- felvásárlás (vétel / eladás)
- beolvadás / szétválás
- tőkeáttételes finanszírozás, MBO, LBO
- eladás, részleges eladás, új tulajdonos belépése (tőkeemelés - apportálás)
- **válás / öröklés / vagyonadó**

Nem tranzakciós értékelések:

- Adózás / **ajándékozás**, szokásos piaci ár alátámasztása
- Csődeljárás, felszámolás, peres eljárások / teljes cég vagy részesedés értékelése
- Pénzügyi kimutatásokban / Piaci értékelés alkalmazása esetén, Értékvesztés teszteléshez (IFRS)
- **Stratégiai tervezés / Stratégiák, stratégiai lépések értékelése;**
- **Értékközpontú vezetés / Teljesítménymérés, vezetői ösztönzés és premizálás**

A vállalati érték – alapvetések / HOGYAN értékelünk?

Melyek az értékelés lépései?
Az értékelés felépítése függ a választott módszertől?

0. Fázis – A cég átvilágítása, felkészítése a tranzakcióra. Kockázatok, rendezendő tételek azonosítása. Jogi és üzleti kockázatok, szerződések listázása. Információs memorandum, Stratégia formalizálás, üzleti tervek összeállítása, adatszoba előkészítése stb.

- 1. Ajánlattétel, Szerződéskötés**
- 2. Az értékelés céljának, az alkalmazott értékelési sztenderdnek, az értékelés módszertani kérdéseinek definiálása**
 - Értékelendő tulajdon meghatározása
 - Értékelési módszer(ek) és a szükséges paraméterek meghatározása
 - Értékelés időpontjának meghatározása
 - Kinek értékelünk? Érdekek azonosítása
- 3. Adatgyűjtés**
- 4. A z iparág és a cég megismerése**
 - Iparági adatok gyűjtése, elemzése
 - Múltbeli pénzügyi kimutatások áttekintése, elemzése, szükség esetén sztenderdizálása
 - Jelenlegi stratégia és a stratégiai alternatívák azonosítása
- 5. A választott értékelési módszer alkalmazása – Érték számítása**
 - Szükséges paraméterek meghatározása
 - Elvárt hozam meghatározása (ha szükséges)
 - Érték számítása
- 6. Eredmények ellenőrzése**
 - érzékenység vizsgálatok
 - piaci összehasonlítás
 - más módszerekkel kapott értékkel összevetés
- 7. Értékelési jelentés összeállítása**

A vállalati érték - Bónusz / Érték és TULAJDON

- A tulajdonosi jogosítványok a 100% tulajdon értékét NEM befolyásolják,
- DE az érték tulajdonosok között megoszlását IGEN.
- A speciális különjogok, jogosítványok is befolyásolják az érték megoszlását.
- Mindez az értékelésben prémiumok és diszkontok segítségével kezelhető.
- Kisebbségi jogok és lehetőségek – Magyarországon korlátozottak.

Tulajdonosi jogosítványok tartalma, határai

Tulajdonosi jogosítványok

- Szavazati jog
- Osztalékjog
- Felszámolási értékből való részesedés
- Beleszólás a vezetésbe
 - Tevékenység
 - Stratégia
 - Vezetők
 - Szervezeti forma megváltoztatása

Tulajdonosi jogosítványok határai:

- 1% Osztalékjog
- 25%+ Negatív ellenőrzés
- 50%+ Üzletpolitikai ellenőrzés
- 75% Teljes tulajdonosi ellenőrzés

Speciális tulajdonosi jogosítványok – nem általánosak, de fontosak

- Elsőbbségi részvények (osztalék, szavazat, likvidációs hányad)
- Szavazati, tulajdonosi, osztalékjogok eltérése (Kft.)
- Vétőjog, egyetértési jog kikötése
- Társasági szerződésbe beemelt automatikus döntések
- Mellékszolgáltatási kötelezettség (Kft.)
- Elővásárlási jogok léte vagy hiánya

Tulajdonosi szerkezet és értékmegoszlás - példák

- 100 * 1%
- 50 : 50
- 45 : 45 : 10

Összefoglalás

- A vállalati érték alapja a cég stratégiája, jövőképe
- Értékelés – nem csak tranzakciós esetben fontos és hasznos
- Értékelés – nem objektív, sokféle értékelési modell alkalmazható, a rendelkezésre álló adatok minősége és az értékelést végző szakember tudása határozza meg az értékelés minőségét
- Az értékelés technikájának, az értékelést befolyásoló tényezőknek az ismerete akkor is hasznos, ha nem kerül sor egy teljes értékelés végrehajtására
- Az értékelés alapja a cég / cégcsoport alapos ismerete, mind a múlt, mind a jelen, mind a jövő szempontjából
- A tulajdonosi struktúra és a kapcsolódó tulajdonosi jogok alapvetően befolyásolhatják egy cég működését, jövőképét és így értékét is

Köszönöm a figyelmet!

Generációváltás a családi
vállalkozásokban konferencia fő
szervezője és megvalósítója:



KNOWHOUSE
CONSULTING