

Mennyit ér egy vállalkozás?

avagy a saját tőke értéke vállalatértékelési szempontból

XX. Országos Könyvvizsgálói Konferencia
Balatonalmádi, 2012. szeptember 7.

Zsembery Levente

Hogyan definiáljuk a vállalatértéket?

ESZKÖZ

CÉGÉRTÉK

FORRÁS

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.

Mikor értékelünk egy vállalatot?

TRANZAKCIÓS HELYZETEK:

- tőkebevonás (pld. kockázati tőke) - mekkora tulajdonrész átadása?
- nyilvános részvénykibocsátás (IPO) - mire értékeli majd a piac?
- cégeladás - mennyit érhet a legjobb vevőjelöltnek?
- akvizíció, összeolvadás (M&A) - mit érhet meg a vásárlónak?
- természetbeni hozzájárulás – mekkora legyen a könyvszerinti érték?

FOLYAMATOS ÉRTÉKMEGHATÁROZÁS:

- befektetési portfólió menedzselése - befektetési lehetőségek értékelése
- részvényesi érték maximalizálása (VBM) - vállalati érték menedzselése

EGYÉB HELYZETEK:

- csőd, felszámolás
- peres ügyek

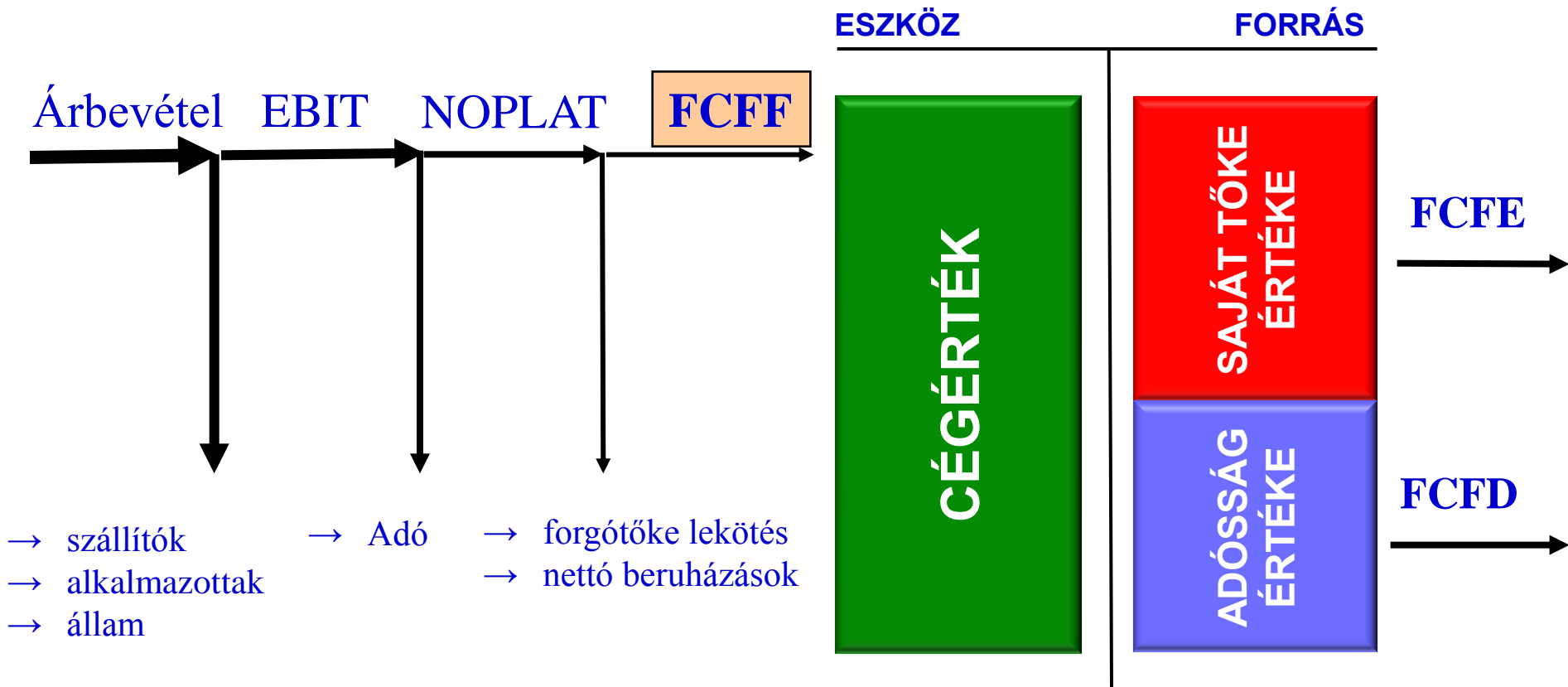
A vállalatértékelés módszerei

- 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

1. Eszközalapú értékelés

- Az eszközalapú értékelés arra keresi a választ, mennyit érne a vállalat, ha eszközeit értékesítené (likvidációs érték), illetve milyen költséggel lehetne a vállalatot újraépíteni (újraelőállítási érték).
- Az értékelés nem számol a működés értékével (know-how, piaci pozíció, szakemberek, stb.). Minél nagyobb ezeknek a „soft” tényezőknek a jelentősége egy társaság értékében , annál inkább félrevezető ez az értékelési mód.
- A „piacvásárlások” értékelésére alkalmatlan.
- A napi gyakorlatban elsősorban csődben lévő vagy felszámolásra váró vállalatok értékelése során alkalmazzuk.

2. Cash flow alapú értékelés

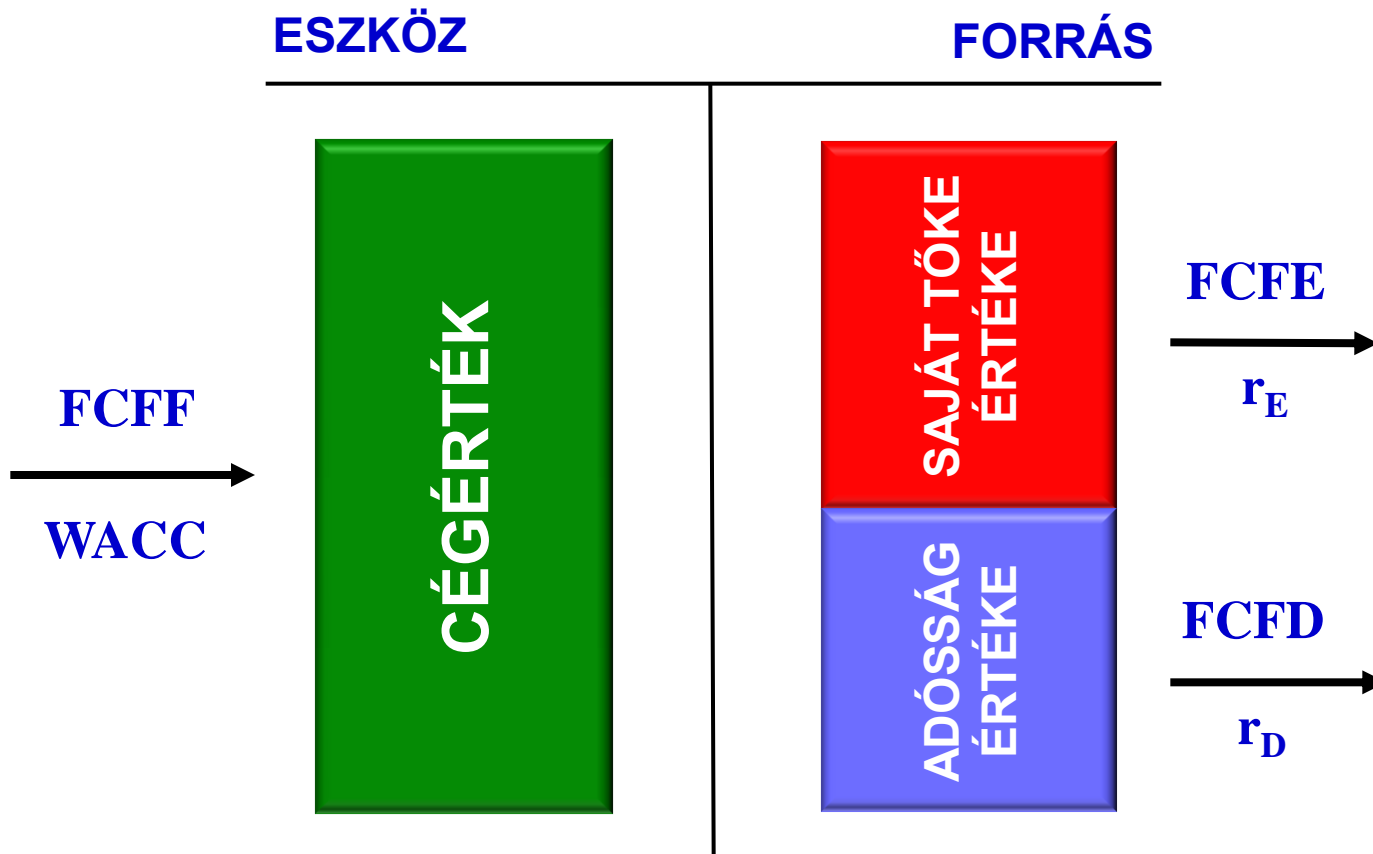


2. Cash flow alapú értékelés

- Mivel a cég a jelenlegi érték meghatározása, a kiindulási pont a társaság jövőbeli cash flow termelő képességére vonatkozó üzleti terv. A múlt legfeljebb az előrejelzés alapja lehet, azt nem helyettesítheti.
- Az üzleti terv alapját a piacra és a társaság piaci pozíciójára tett feltételezések jelentik – szükségszerűen szubjektív, a terv készítőjének várakozásait tükrözik. A várakozások változásával az üzleti terv is módosul.
- Az értékelést a cash flow jelenértékre diszkontálásával nyerjük, amihez egy elvárt hozamot tükröző tőkeköltségre van szükségünk. Az elvárt hozam függ az adott befektetés kockázatától, futamidejéről, az értékelést végző személyétől.
- A cash flow alapú értékelés tehát szükségszerűen szubjektív, időben és térben korlátozott érvényességű!
- A diszkontált cash flow alapú értékelés a piacon legelterjedtebb, leginkább elfogadott értékelési forma.

2. Cash flow alapú értékelés

Az értékelés alapja a társaság által megtermelt szabad pénzáramlás, (free cash flow - FCF) → milyen cash flow kategóriából dolgozunk?



3. A mutatókon alapuló értékelés

A piacon éppen mennyit adnak a vállalat valamely tulajdonságának egységéért (eredmény, bevétel, kapacitás, ügyfél, stb.).

piaci mutató = piaci ár / teljesítménymérce

Jövedelmezőségi
mutatón alapuló

Az érték a
jövedelmezőség
függvénye

Könyv szerinti
értéken alapuló

Az érték nem
független a
könyv szerinti
értéktől

Árbevételeken
alapuló

A hasonló
vállalatoknál az
árbevétel
arányos értékhez
vezet

Szektor-
specifikus

Egy-egy vállalat
működése jól
megragadható
bizonyos
naturáliákkal, így
ezek alapján a
vállalatérték is jól
közelíthető

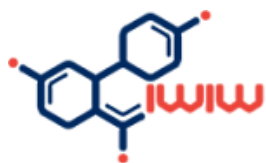
Szektor-specifikus mutatók – egy példa*

- **Az IWIW (eredeti nevén WIW) 2002 áprilisában az IWIW-nek körülbelül 800.000 regisztrált felhasználója volt;**
- Az IWIW további fejlődéséhez / fejlesztéséhez jelentős tőkeerőre volt szükség, amit a tulajdonosok nem tudtak megfinanszírozni;
- A tulajdonosok 2006 elején egy tender keretében értékesítették
- Az IWIW iránt három pályázó érdeklődött komolyan:
 - **Sanoma Budapest Zrt.:** online portfóliójában megtalálható a startlap, a nők lapja café, a hotdog (szintén közösségi oldal), a vezess, a figyelő, a profession, citromail, és a kirakat
 - **Index Zrt.:** online portfóliójába tartozik például az index.hu, totalcar, portfolio.hu, bookline, videobomb (indavideo) és a vipmail
 - **T-Online (origo Zrt)** a legjelentősebb online portfólióval rendelkező cégcsoport, több, a maga területén vezető oldallal. Így például hozzájuk tartozik az origo, freemail, adnetwork, mfor, videa, sztaki, ok kereső
- Az értékelés komoly nehézségekbe ütközött, mivel
 - Nem volt kialakult üzleti modellje a közösségi oldalaknak
 - 2006 elején a Web 2.0 még csak egy üzleti lehetőség volt az egész világon bizonytalan kimenettel
 - Az eszközvásárlást részben a felhasználók finanszírozták, a pénzügyi kimutatások torzítottak
 - A bevételi tervek alapja a reklámbevétel, ami az internetes hozzáférés, illetve a reklámköltség függvénye. Erre vonatkozóan nem álltak rendelkezésre megbízható előrejelzések,
 - Az IWIW a tranzakció idején idehaza lényeges versenytárs, hasonló profilú vállalat nem volt
 - Tőkeköltség nehezen becsülhető, a referencia csoport (peer) külföldi, tőzsdén forgalmazott, tisztán hasonló tevékenységű cég kevés van

Szektor-specifikus mutatók – egy példa*

Az összehasonlító számos értékelés:

- Hasonló közösségi oldalakat csak külföldön adtak-vettek, idehaza analógiaként legfeljebb a más profilú internetes oldalak értékesítése szolgálhat;
- Külföldi közösségi oldalak esetében csak a tranzakciós mutatószámok alkalmazhatóak, mivel tisztán hasonló profilú tőzsdei vállalkozás kevés van;
- Az iparágban leggyakrabban használt mutatószám a **P/Reg**, azaz az egy regisztrált felhasználóra jutó vételár;



A T-csoport 2006 áprilisában a piaci hírek szerint **1,1 Mrd forintot, azaz akkori áron kb. 5,1 millió dollárt** fizetett az IWIW-ért, ami az akkori kb. 800.000 felhasználó mellett **alig 6,4 dollárt** jelentett regisztrált felhasználónként



2005-ben Rupert Murdoch cége, a News Corp. 580 millió dollárt fizetett érte. Ez regisztrált felhasználónként 50 dollárt jelentett



Feedburner

A Google 100 millió dollárt fizetett a Feedburner RSS szolgáltatóért, ami fejenként 232 dollárt tett ki. (A Feedburner felhasználói véleményvezér bloggerek, ami indokolhatta a magas P/Reg árat)



Stumbleupon

Az eBay 75 millió dollárért vásárolta meg a Stumbleupon-t, amelynek akkor 2,3 millió felhasználója volt, azaz az eBay 32 dollárt fizetett fejenként.



A facebook-ot a tranzakció 2008 elején 15 Mrd dollárra értékelték, amely az akkori 50 millió regisztrált felhasználóval számítva felhasználónként 300 dollárt jelentett.



A japán Mixi tőzsdére került. 2008 elején 1,17 Mrd dollárt, azaz regisztrált felhasználónként 90 dollárt ért.

* Az adatok Erős Attila „Az IWIW cégérték ismerősnek jelölt” c. szakdolgozatából származnak

4. Reálopciók értékelés

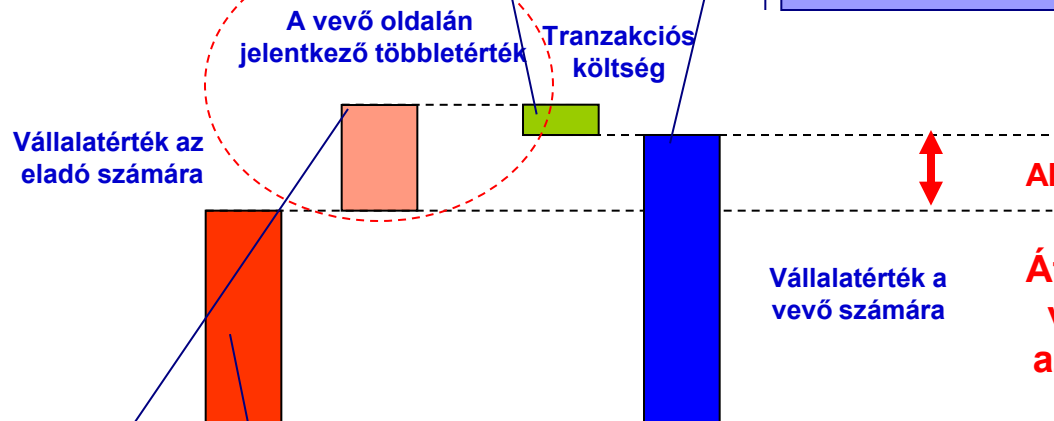
- A reálopciók értékelés célja, hogy az értékelést „dinamizálja”, megragadja a jövőbeli menedzsment döntések jelentette többletértéket is.
- Az alapja általában egy cash flow alapú értékelés, annak kiegészítésére, kiterjesztésére szolgál.
- Az opciók árelmélet keretrendszerét felhasználva, annak paramétereit megfelelően alkalmazva igyekszik egy-egy üzleti döntés lehetőségét megragadni (pl. jövőbeli bővítés, piaci pozíció, kiszállás, időzítés, szabadalom, stb.)
- Nehézséget okoz az alkalmazott módszertan bonyolultsága, a valóság túlzott leegyszerűsítése, illetve ezek miatt az eredmények nehéz kommunikálhatósága.
- Előnye, hogy képes a stratégiai érték számszerűsítésére, a stratégiai szemléletet erősíti.
- Idehaza szórványosan használt.

Értékelés és alkuartomány, avagy kinek a szempontjából értékelünk?

- Direkt költségek – tanácsadók költsége, finanszírozási költségek
- Indirekt – a felvásárló és a célvállalat menedzsmentje nem az alaptevékenységre koncentrálnak

Vállalatérték a vevő számára:

- A vevő piaci helyzetét, feltevéseit tükrözi – így vevőnként eltérő lehet!
- Tender esetében várhatóan ahhoz kerül a társaság kontrollja, aki számára a legtöbbet ér;
- Mi van, ha a versenytársam kezébe kerül a társaság? (MÁV Cargo)



A többletérték származhat:

- jobb menedzsmentből – a kontroll értéke
- működési szinergiákból (pl. jobb jövedelmezőség), vagy
- pénzügyi szinergiákból (pl. szabad készpénz állomány)

Vállalatérték az eladó számára:

- Az eladó piaci helyzetéből, feltevéseiből indul ki.
- Nem feltétlenül stand alone érték, annál kisebb és nagyobb is lehet;
- Nagyobb, ha az eladó maga is rendelkezik bizonyos szinergiákkal, bár azok a vevő oldalán jelentkezőtől elmaradnak;

Az értékelés zárása

- A számítások eredményeképpen megkapott vállalatértéket általában prémiumokkal és diszkontokkal módosítjuk;
 - Tulajdonosi struktúrából adódó prémiumok / diszkontok;
 - Likviditásból adódó prémiumok / diszkontok;
 - Menedzsment jogokból adódó prémiumok / diszkontok;
- A vállalatértéket általában több módszerrel is kiszámítjuk. Az értékek között nem „teszünk igazságot”, egymás mellé helyezve mutatjuk be a megbízónak.
- Az értékelés során általában sávokat határozunk meg, alsó és felső értékkel.



Értékelési tévhitek

1. OBJEKTIVITÁS

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

2. KORLÁTLANSÁG

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

3. STABILITÁS

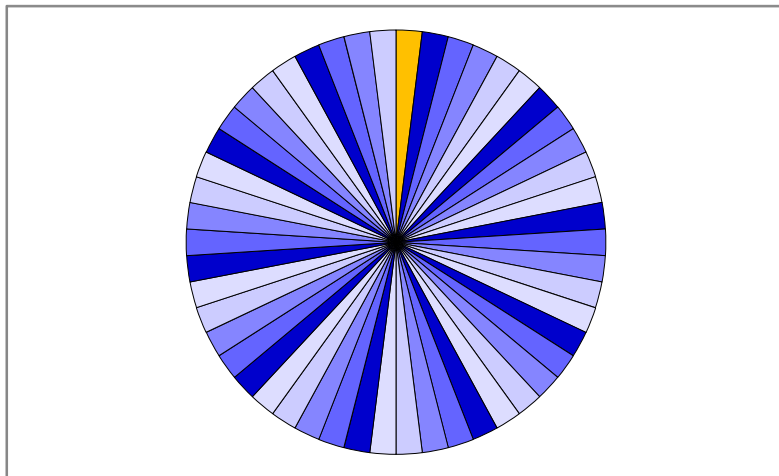
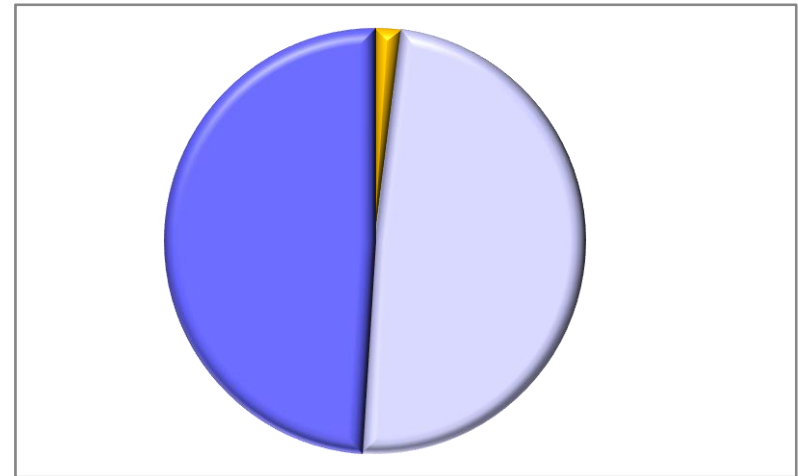
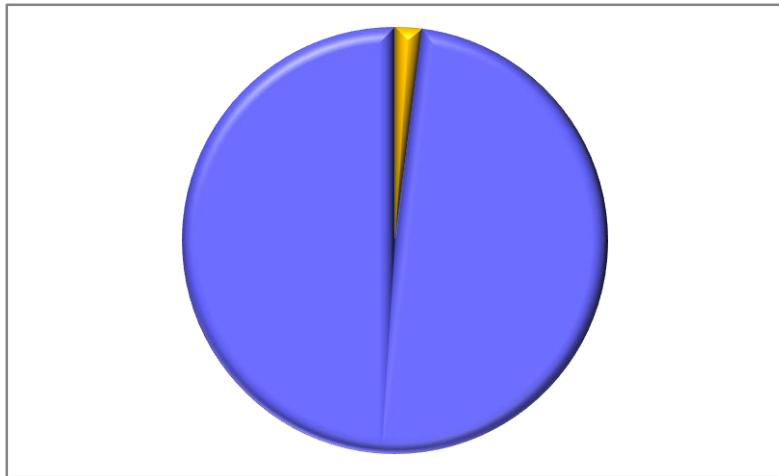
- Nincs időt álló értékelés; csak adott helyen, időben és feltételek között megvalósított.

4. REALIZÁLHATÓSÁG

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

Mellékletek

Mennyit ér egy 2%-os üzletrész?



**AZ ÉRTÉKEKELÉS NEM LEHET
FÜGGETLEN A KÖRNYEZETTŐL
ÉS A KÖRÜLMÉNYEKTŐL!**



Egy vállalkozás értéke különböző módszerekkel

