

Értékel, és?

Készítette: Szántó Gergely

2021.09.15



# Contents

|    |                                     |    |
|----|-------------------------------------|----|
| 01 | Szakértő bevonása                   | 3  |
| 02 | Értékelési módszerek                | 5  |
| 03 | Diszkontált cash-flow (DCF) módszer | 10 |
| 04 | Konklúzió                           | 26 |

# 01

**Szakértő bevonása**



# Szakértő bevonásának lehetősége

## Előírások, mérlegelés

### Előírások a szakértő bevonására vonatkozóan

**ISA 620** A könyvvizsgáló által igénybe vett szakértő munkájának felhasználása

- A számviteltől vagy a könyvvizsgálattól **eltérő szakterületen** szakértelemmel rendelkező olyan személy vagy szervezet, amelynek ezen szakterületen végzett munkáját a könyvvizsgáló annak érdekében használja fel, hogy segítséget nyújtson a könyvvizsgálónak az elegendő és megfelelő könyvvizsgálati bizonyíték megszerzésében. A könyvvizsgáló által igénybevett szakértő lehet a könyvvizsgáló által igénybevett **belső szakértő**, vagy a könyvvizsgáló által igénybevett **külső szakértő**.
- Ha az **elegendő és megfelelő** könyvvizsgálati bizonyíték megszerzéséhez a számviteltől vagy a könyvvizsgálattól eltérő területen szerzett szakértelemre van szükség, akkor a könyvvizsgálónak meg kell határoznia, hogy használja-e a könyvvizsgáló által igénybevett szakértő munkáját, azaz **mérlegelnie**:
  - azon kérdések jellegét, amelyekhez a szakértő munkája kapcsolódik;
  - a lényeges hibás állítás kockázatait abban a kérdésben, amelyhez a szakértő munkája kapcsolódik;
  - a szakértő munkájának jelentőségét a könyvvizsgálat összefüggésében;
  - a könyvvizsgálónak a szakértő által végzett korábbi munkával kapcsolatos ismereteit és tapasztalatait;
  - azt, hogy a szakértőre vonatkoznak-e a könyvvizsgáló társaságának minőségellenőrzési politikái és eljárásai.



A könyvvizsgáló **egyedül felelős** a kiadott könyvvizsgálói véleményért és ez a felelősség nem csökken, ha a könyvvizsgáló által igénybevett szakértő munkáját használja fel.

# 02

## Értékelési módszerek



# Befektetett pénzügyi eszközök értékelése

## Értékelés lehetséges módszerei

### Értékelés célja, tulajdonosi érték

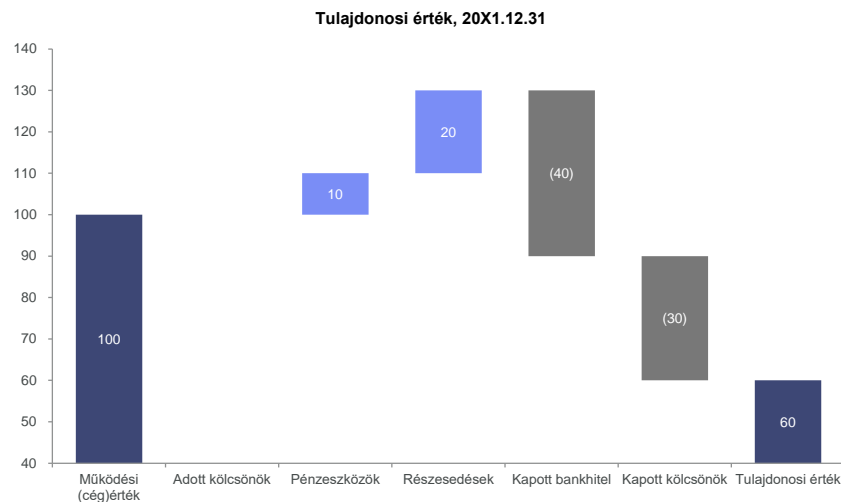
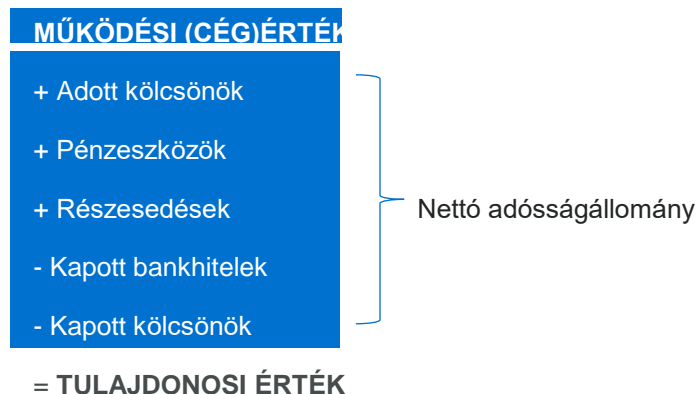
„A könyvvizsgáló a megbízás során megbizonyosodik afelől, hogy az **eszközök nincsenek túlértékelve**, a kötelezettségek pedig nincsenek alulértékelve.”

Eldöntendő kérdés: szükséges e a fordulónapi befektetett pénzügyi eszközök (részeseések) állományára **értékvesztést** képezni, vagy nem?

A részeseések értékelése során tehát a részeseedés **fordulónapi piaci értéksávját** határozzuk meg, melyet a részeseedés fordulónapi könyv szerinti értékével történő összevetést követően tudunk döntést hozni egy lehetséges értékvesztés elszámolásáról.

A részeseedés fordulónapi piaci értéke a leányvállalat **tulajdonosi értékének** és a részeseedés mértékének a szorzata.

### Leányvállalat tulajdonosi értékének meghatározása:



Értékelési munkánk során a leányvállalat működési/cégértékét – „Enterprise value (EV)” - határozzuk meg a megfelelő értékelési módszerek segítségével, mely érték(sáv) a leányvállalat fordulónapi nettó adósságállományával való korrekciót követően a leányvállalat tulajdonosi értékét - „Equity value (Eq)” - adja eredményül.

**RÉZSESEDÉS PIACI ÉRTÉKE = TULAJDONOSI ÉRTÉK x RÉZSESEDÉS(%) MÉRTÉKE**

# Befektetett pénzügyi eszközök értékelése

## Értékelés lehetséges módszerei

### Működési(cég)érték meghatározására alkalmas vállalatértékelési módszerek

#### Értékelési módszertan

- Értékelési munkánk a nemzetközileg elfogadott értékelési módszertanokon alapul, és összhangban van a Nemzetközi Értékelési Standardokkal valamint az OECD Irányelvekben megfogalmazott transzferárzási elvekkel.
- A Társaság értéke az az ár, amelyet független piaci szereplők az értékelés fordulónapjával egymás között alkalmaznának egy vásárlási tranzakció során. Ez az ár a tőzsdén jegyzett társaságok esetében nyilvánosan elérhető, azonban ezt az értéket nem nyilvános tranzakciók esetében szakmai módszerek és becslések alapján lehet megállapítani. Az értékelő feladata meghatározni a hipotetikus vételárat, amely a piacon független felek között alkalmazható lehet a tranzakció időpontjától.

#### Alkalmazott módszertan

- A vállalatértékelés a következő értékelési módszerek alkalmazásával történik:
  - **Diszkontált cash-flow (DCF) módszer**
  - Összehasonlító mutatószámok módszerek (Vállalatérték/speciális indikátor)
  - Egyéb módszerek (módosított nettó eszközérték; aktivált költségeken alapuló értékelés; reálopciók stb.)





# Befektetett pénzügyi eszközök értékelése

## Diszkontált cash-flow (DCF) módszer

### Működési(cég)érték meghatározására alkalmas vállalatértékelési módszerek

#### Értékelési módszertan

- Értékelési munkánk a nemzetközileg elfogadott értékelési módszertanokon alapul, és összhangban van a Nemzetközi Értékelési Standardokkal valamint az OECD Irányelvekben megfogalmazott transzferárazási elvekkel.
- A Társaság értéke az az ár, amelyet független piaci szereplők az értékelés fordulónapjával egymás között alkalmaznának egy vásárlási tranzakció során. Ez az ár a tőzsdén jegyzett társaságok esetében nyilvánosan elérhető, azonban ezt az értéket nem nyilvános tranzakciók esetében szakmai módszerek és becslések alapján lehet megállapítani. Az értékelő feladata meghatározni a hipotetikus vételárat, amely a piacon független felek között alkalmazható lehet a tranzakció időpontjától.

#### Diszkontált cash-flow módszer

A DCF módszer egy eredmény alapú megközelítés, a leggyakrabban használt módszer az értékelési szakirodalomban. Alapja az általános érték képlet: egy eszköz annyit ér, mint az általa megtermelt jövőbeni eredmény. Mivel ezen eredmények jelenértéke kerül figyelembevételre, így diszkontálni szükséges. A módszer legkritikusabb része a diszkontráta meghatározása. A WACC (Weighted Average Cost Of Capital) a vállalat által birtokolt eszközök kockázatának súlyozott átlaga. A DCF megközelítés nagyon komplex eljárás, ugyanis a teljes jövőbeli cash-flow megbecslésére szükség van.

Értékelésünk alapja a céltársaságok menedzsmentje által üzleti terv.

A DCF módszertanunk a következő lépéseket követi:

- a menedzsment által készített és a tulajdonosok által elfogadott **üzleti terv vizsgálata**,
- A használt feltételezések áttekintése és **konzisztencia vizsgálat**,
- **diszkontráta** - tőkeköltség számítása WACC modell segítségével: kockázati tényezők, béta, adósság / saját tőke arány meghatározása,
- kilépési érték meghatározása – **hosszú távú növekedési ráta** meghatározása,
- **üzleti érték** meghatározása



# Befektetett pénzügyi eszközök értékelése

## Összehasonlító szorzószámos értékelés

### Működési(cég)érték meghatározására alkalmas vállalatértékelési módszerek

#### Értékelési módszertan

- Értékelési munkánk a nemzetközileg elfogadott értékelési módszertanokon alapul, és összhangban van a Nemzetközi Értékelési Standardokkal valamint az OECD Irányelvekben megfogalmazott transzferárazási elvekkel.
- A Társaság értéke az az ár, amelyet független piaci szereplők az értékelés fordulónapjával egymás között alkalmaznának egy vásárlási tranzakció során. Ez az ár a tőzsdén jegyzett társaságok esetében nyilvánosan elérhető, azonban ezt az értéket nem nyilvános tranzakciók esetében szakmai módszerek és becslések alapján lehet megállapítani. Az értékelő feladata meghatározni a hipotetikus vételárat, amely a piacon független felek között alkalmazható lehet a tranzakció időpontjától.

#### Összehasonlító szorzószámos értékelés – tőzsdei peer-group **Általában a DCF módszer eredményének alátámasztására!!!**

Az összehasonlító szorzószámos értékelés alapja, hogy egy Vállalat/eszköz értéke meghatározható egy hasonló vállalat/eszköz piaci árának segítségével, ha ilyen ár létezik.

Hasonló vállalatok nyilvánosan elérhető (pl. tőzsdén jegyzett vállalatok vagy M&A tranzakciók) értékelési szorzószámait (EV/árbevétel, EV/EBIT) felhasználva megbecsülhető egy hasonló méretű és ugyanabban az iparágban tevékenykedő cég értéke.

Módszertanunk a következő lépéseket követi:

- összehasonlítható cégek és adatok gyűjtése (peer csoport) Bloomberg-besorolásnak megfelelően; valamint Merger Market összehasonlító tranzakciók alapján
- a Vállalat pénzügyi kimutatásainak áttekintése, az értékek normalizálás,
- az összehasonlító csoport adatainak elemzése, a megfelelő mutatószám és statisztika (pl. medián) kiválasztása,
- Üzleti érték meghatározása

# 03

## Diszkontált cash-flow (DCF) módszer

|     |  |    |
|-----|--|----|
| 3.1 | Üzleti terv validálása                         | 11 |
| 3.2 | Súlyozott átlagos tőkeköltség (WACC) számítása | 21 |



## Diszkontált cash-flow (DCF) módszer

# Értékelési modell – szabad cash-flow (FCFF) diszkontmodell

„A modell készen áll és mindent elbír”

| Vállalati szabad cash-flow         | 2019   | 2020   | 2021H1 | 2021   |
|------------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| mHUF                               |        |        |        |        |
| EBIT                               | (68,6) | 261,9  | 100,2  | 200,3  |
| Adófizetési kötelezettség          | 21     | (79)   | (30)   | (60)   |
| NOPLAT                             | (48,0) | 183,3  | 70,1   | 140,2  |
| Értékcsökkenési leírás             | 10     | 25     | 15     | 30     |
| Bruttó Cash flow                   | (38,0) | 208,3  | 85,1   | 170,2  |
| Nettó működőtőke állományváltozása | (3)    | (5)    | (4)    | (7)    |
| Működési Cash flow                 | (41,0) | 203,3  | 81,1   | 163,2  |
| CAPEX                              | (10)   | (25)   | (15)   | (30)   |
| Befektetési Cash flow              | (10,0) | (25,0) | (15,0) | (30,0) |
| FCFF                               | (51,0) | 178,3  | 66,1   | 133,2  |

|   |
|---|
| WACC                                      |
| Diszkontperiódus (év)                     |
| Diszkontráta                              |
| Szabad cash flow jelenérték               |
| <b>Szabad cash flow jelenérték</b>        |
| Vállalat jelenértéke - működési(cég)érték |
| Nettó adósságállomány                     |
| <b>Tulajdonosi érték</b>                  |

| 2021H2 | 2022   | 2023   | 2024   | 2025   | 2026   | Maradványérték |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|----------------|
| 55,2   | 71,4   | 74,5   | 77,6   | 80,8   | 84,2   | 85,3           |
| (5)    | (6)    | (7)    | (7)    | (7)    | (8)    | (8)            |
| 50,2   | 65,0   | 67,8   | 70,6   | 73,6   | 76,6   | 77,6           |
| 15     | 30     | 30     | 30     | 30     | 30     | 30             |
| 65,2   | 95,0   | 97,8   | 100,6  | 103,6  | 106,6  | 107,6          |
| (3)    | (5)    | (3)    | (6)    | (6)    | (6)    | (6)            |
| 62,2   | 90,0   | 94,8   | 94,6   | 97,6   | 100,6  | 101,6          |
| (15)   | (30)   | (30)   | (30)   | (30)   | (30)   | (30)           |
| (15,0) | (30,0) | (30,0) | (30,0) | (30,0) | (30,0) | (30,0)         |
| 47,2   | 60,0   | 64,8   | 64,6   | 67,6   | 70,6   | 71,6           |

|          |       |       |       |       |       |       |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 9,20%    | 9,20% | 9,20% | 9,20% | 9,20% | 9,20% | 9,20% |
| 0,5      | 1,5   | 2,5   | 3,5   | 4,5   | 5,5   | 5,5   |
| 0,957    | 0,876 | 0,802 | 0,735 | 0,673 | 0,616 | 7,516 |
| 45       | 53    | 52    | 47    | 45    | 44    | 538   |
| 825      |       |       |       |       |       |       |
| (345)    |       |       |       |       |       |       |
| 480 mHUF |       |       |       |       |       |       |

### Modell sajátosságai

- A tulajdonosoknak és a hitelezőknek összesen járó, ún. **szabad cash-flow (FCFF) sorozatra** „lő”. (A finanszírozási cash-flow-t nem veszi figyelembe a diszkontálás során).
- Az „idők végéig” járó éves pénzáramokat a **súlyozott átlagos tőkeköltéssel (WACC)** diszkontálja minden évben, így jut a fordulónapon aktuális cash-flowk jelenértékéhez.
- A cash-flow **jelenértékek aggregátuma** a működési(cég)érték – „mennyit ér a projekt a tulajdonosoknak és a hitelezőknek összesen?”
- A **tulajdonosi értékhez** a nettó adósságállomány kiszűrését követően jutunk (lásd: 6-os dia) – „kifizettük a hitelezőket (ha voltak), ennyit ér a projekt nekünk, tulajdonosoknak”.

**A modell felépítésének nincsen hozzáadott értéke, a modell eredménye a hatótényezők – elsősorban a súlyozott átlagos tőkeköltés (WACC), és a maradványidőszaki növekedési ütem – mértékétől függ, és persze a tervidőszaki számoktól...**

## Diszkontált cash-flow (DCF) módszer

### Modell igazolása – diszkontfaktor: időtényező (törtév, maradványidőszaki képlet)

„A modell készen áll és majdnem mindent elbír”

| Vállalati szabad cash-flow         | 2019   | 2020   | 2021H1 | 2021   |
|------------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| mHUF                               |        |        |        |        |
| EBIT                               | (68,6) | 261,9  | 100,2  | 200,3  |
| Adófizetési kötelezettség          | 21     | (79)   | (30)   | (60)   |
| NOPLAT                             | (48,0) | 183,3  | 70,1   | 140,2  |
| Értékcsökkenési leírás             | 10     | 25     | 15     | 30     |
| Bruttó Cash flow                   | (38,0) | 208,3  | 85,1   | 170,2  |
| Nettó működőtőke állományváltozása | (3)    | (5)    | (4)    | (7)    |
| Működési Cash flow                 | (41,0) | 203,3  | 81,1   | 163,2  |
| CAPEX                              | (10)   | (25)   | (15)   | (30)   |
| Befektetési Cash flow              | (10,0) | (25,0) | (15,0) | (30,0) |
| FCFF                               | (51,0) | 178,3  | 66,1   | 133,2  |

| WACC                                      |
|---|
| Diszkontperiódus (év)                     |
| Diszkontráta                              |
| Szabad cash flow jelenérték               |
| <b>Szabad cash flow jelenérték</b>        |
| Vállalat jelenértéke - működési(cég)érték |
| Nettó adósságállomány                     |
| <b>Tulajdonosi érték</b>                  |

| 2021H2   | 2022   | 2023   | 2024   | 2025   | 2026   | Maradványérték |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|----------------|
| 55,2     | 71,4   | 74,5   | 77,6   | 80,8   | 84,2   | 85,3           |
| (5)      | (6)    | (7)    | (7)    | (7)    | (8)    | (8)            |
| 50,2     | 65,0   | 67,8   | 70,6   | 73,6   | 76,6   | 77,6           |
| 15       | 30     | 30     | 30     | 30     | 30     | 30             |
| 65,2     | 95,0   | 97,8   | 100,6  | 103,6  | 106,6  | 107,6          |
| (3)      | (5)    | (3)    | (6)    | (6)    | (6)    | (6)            |
| 62,2     | 90,0   | 94,8   | 94,6   | 97,6   | 100,6  | 101,6          |
| (15)     | (30)   | (30)   | (30)   | (30)   | (30)   | (30)           |
| (15,0)   | (30,0) | (30,0) | (30,0) | (30,0) | (30,0) | (30,0)         |
| 47,2     | 60,0   | 64,8   | 64,6   | 67,6   | 70,6   | 71,6           |
| 9,20%    | 9,20%  | 9,20%  | 9,20%  | 9,20%  | 9,20%  | 9,20%          |
| 1,0      | 2,0    | 3,0    | 4,0    | 5,0    | 6,0    | 7,0            |
| 0,916    | 0,839  | 0,768  | 0,703  | 0,644  | 0,590  | 7,192          |
| 43       | 50     | 50     | 45     | 44     | 42     | 515            |
| 789      |        |        |        |        |        |                |
| (345)    |        |        |        |        |        |                |
| 444 mHUF |        |        |        |        |        |                |

## Diszkontált cash-flow (DCF) módszer

A módszer kihívása leginkább: 1a-b.) igazolni a tervszámokat és meghatározni a maradványiődszaki növekedést; 2.) megfelelő tőkeköltséget számolni

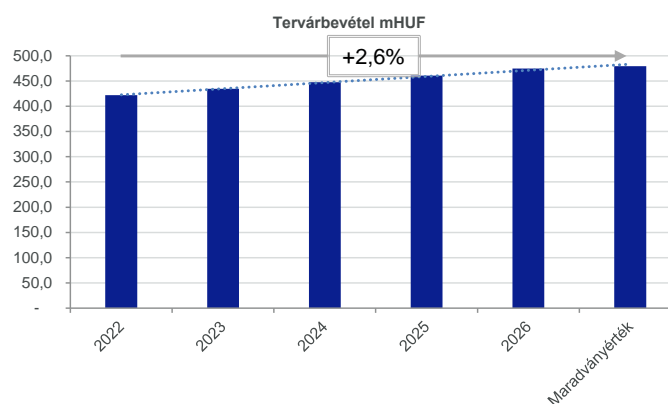
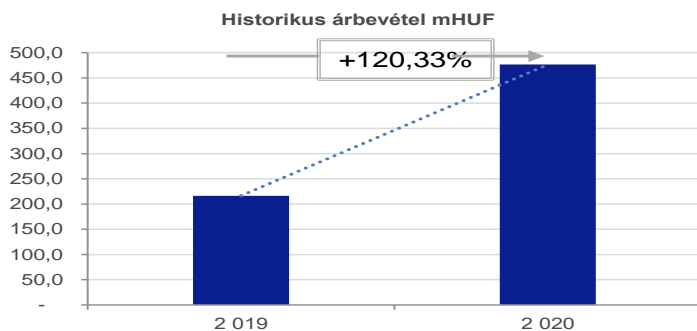
### Egy „tipikus üzleti terv”

| Tényadatok                   |               |              |              |              |
|------------------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| mHUF                         | 2 019         | 2 020        | 2021H1       | 2021         |
| Értékesítés nettó árbevétele | 216,3         | 476,5        | 204,7        | 409,4        |
| Növekedési ütem              | 0%            |              |              | -14%         |
| <b>EBITDA</b>                | <b>(68,6)</b> | <b>261,9</b> | <b>100,2</b> | <b>200,3</b> |
| EBITDA%                      | -32%          | 55%          | 49%          | 200,3        |
| ÉCS (-)                      | (10,0)        | (25,0)       | (15,0)       | (30,0)       |
| <b>EBIT</b>                  | <b>(58,6)</b> | <b>286,9</b> | <b>115,2</b> | <b>170,3</b> |

| Előrejelzés |        |        |        |        |        |        |                |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|----------------|
|             | 2021H2 | 2022   | 2023   | 2024   | 2025   | 2026   | Maradványérték |
|             | 204,7  | 421,7  | 434,4  | 447,4  | 460,8  | 474,6  | 479,4          |
|             | 3,0%   | 3,0%   | 3,0%   | 3,0%   | 3,0%   | 3,0%   | 1,0%           |
|             | 100,2  | 101,4  | 104,5  | 107,6  | 110,8  | 114,2  | 115,3          |
|             | 24%    |        |        |        |        |        |                |
|             | (15,0) | (30,0) | (30,0) | (30,0) | (30,0) | (30,0) | (30,0)         |
|             | 55,2   | 71,4   | 74,5   | 77,6   | 80,8   | 84,2   | 85,3           |

| Vállalati szabad cash-flow                |               |               |               |               |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|
| mHUF                                      | 2019          | 2020          | 2021H1        | 2021          |
| <b>EBIT</b>                               | <b>(68,6)</b> | <b>261,9</b>  | <b>100,2</b>  | <b>200,3</b>  |
| Adófizetési kötelezettség                 | 21            | (79)          | (30)          | (60)          |
| <b>NOPLAT</b>                             | <b>(48,0)</b> | <b>183,3</b>  | <b>70,1</b>   | <b>140,2</b>  |
| Értékcsökkenési leírás                    | 10            | 25            | 15            | 30            |
| <b>Bruttó Cash flow</b>                   | <b>(38,0)</b> | <b>208,3</b>  | <b>85,1</b>   | <b>170,2</b>  |
| <b>Nettó működőtőke állományváltozása</b> | <b>(3)</b>    | <b>(5)</b>    | <b>(4)</b>    | <b>(7)</b>    |
| <b>Működési Cash flow</b>                 | <b>(41,0)</b> | <b>203,3</b>  | <b>81,1</b>   | <b>163,2</b>  |
| CAPEX                                     | (10)          | (25)          | (15)          | (30)          |
| <b>Befektetési Cash flow</b>              | <b>(10,0)</b> | <b>(25,0)</b> | <b>(15,0)</b> | <b>(30,0)</b> |
| <b>FCFF</b>                               | <b>(51,0)</b> | <b>178,3</b>  | <b>66,1</b>   | <b>133,2</b>  |

|  | 2021H2 | 2022   | 2023   | 2024   | 2025   | 2026   | Maradványérték |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|----------------|
|  | 55,2   | 71,4   | 74,5   | 77,6   | 80,8   | 84,2   | 85,3           |
|  | (5)    | (6)    | (7)    | (7)    | (7)    | (8)    | (8)            |
|  | 50,2   | 65,0   | 67,8   | 70,6   | 73,6   | 76,6   | 77,6           |
|  | 15     | 30     | 30     | 30     | 30     | 30     | 30             |
|  | 65,2   | 95,0   | 97,8   | 100,6  | 103,6  | 106,6  | 107,6          |
|  | (3)    | (5)    | (3)    | (6)    | (6)    | (6)    | (6)            |
|  | 62,2   | 90,0   | 94,8   | 94,6   | 97,6   | 100,6  | 101,6          |
|  | (15)   | (30)   | (30)   | (30)   | (30)   | (30)   | (30)           |
|  | (15,0) | (30,0) | (30,0) | (30,0) | (30,0) | (30,0) | (30,0)         |
|  | 47,2   | 60,0   | 64,8   | 64,6   | 67,6   | 70,6   | 71,6           |



## Diszkontált cash-flow (DCF) módszer

# Tervszámok igazolása – aritmetikai problémák, vagyis „az 1 + 1 nem (mindig) egyenlő 2-vel”

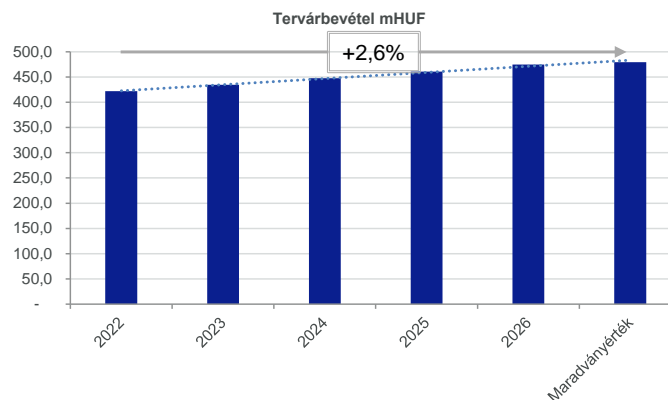
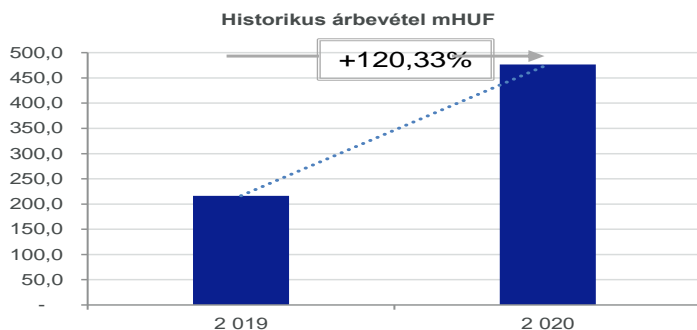
### Egy „tipikus üzleti terv”

| Tényadatok                   |               |              |              |              |
|------------------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| mHUF                         | 2 019         | 2 020        | 2021H1       | 2021         |
| Értékesítés nettó árbevétele | 216,3         | 476,5        | 204,7        | 409,4        |
| Növekedési ütem              | 0%            |              |              | -14%         |
| <b>EBITDA</b>                | <b>(68,6)</b> | <b>261,9</b> | <b>100,2</b> | <b>200,3</b> |
| EBITDA%                      | -32%          | 55%          | 49%          | 200,3        |
| ÉCS (-)                      | (10,0)        | (25,0)       | (15,0)       | (30,0)       |
| <b>EBIT</b>                  | <b>(58,6)</b> | <b>286,9</b> | <b>115,2</b> | <b>170,3</b> |

| Vállalati szabad cash-flow                |               |               |               |               |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|
| mHUF                                      | 2019          | 2020          | 2021H1        | 2021          |
| <b>EBIT</b>                               | <b>(68,6)</b> | <b>261,9</b>  | <b>100,2</b>  | <b>200,3</b>  |
| Adófizetési kötelezettség                 | 21            | (79)          | (30)          | (60)          |
| <b>NOPLAT</b>                             | <b>(48,0)</b> | <b>183,3</b>  | <b>70,1</b>   | <b>140,2</b>  |
| Értécsökkenési leírás                     | 10            | 25            | 15            | 30            |
| <b>Bruttó Cash flow</b>                   | <b>(38,0)</b> | <b>208,3</b>  | <b>85,1</b>   | <b>170,2</b>  |
| <b>Nettó működőtőke állományváltozása</b> | <b>(3)</b>    | <b>(5)</b>    | <b>(4)</b>    | <b>(7)</b>    |
| <b>Működési Cash flow</b>                 | <b>(41,0)</b> | <b>203,3</b>  | <b>81,1</b>   | <b>163,2</b>  |
| CAPEX                                     | (10)          | (25)          | (15)          | (30)          |
| <b>Befektetési Cash flow</b>              | <b>(10,0)</b> | <b>(25,0)</b> | <b>(15,0)</b> | <b>(30,0)</b> |
| <b>FCFF</b>                               | <b>(51,0)</b> | <b>178,3</b>  | <b>66,1</b>   | <b>133,2</b>  |

| Előrejelzés |        |        |        |        |        |        |                |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|----------------|
|             | 2021H2 | 2022   | 2023   | 2024   | 2025   | 2026   | Maradványérték |
|             | 204,7  | 421,7  | 434,4  | 447,4  | 460,8  | 474,6  | 479,4          |
|             | 3,0%   | 3,0%   | 3,0%   | 3,0%   | 3,0%   | 3,0%   | 1,0%           |
|             | 100,2  | 101,4  | 104,5  | 107,6  | 110,8  | 114,2  | 115,3          |
|             | 24%    |        |        |        |        |        |                |
|             | (15,0) | (30,0) | (30,0) | (30,0) | (30,0) | (30,0) | (30,0)         |
|             | 55,2   | 71,4   | 74,5   | 77,6   | 80,8   | 84,2   | 85,3           |

|  | 2021H2 | 2022   | 2023   | 2024   | 2025   | 2026   | Maradványérték |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|----------------|
|  | 55,2   | 71,4   | 74,5   | 77,6   | 80,8   | 84,2   | 85,3           |
|  | (5)    | (6)    | (7)    | (7)    | (7)    | (8)    | (8)            |
|  | 50,2   | 60,0   | 67,8   | 70,6   | 73,6   | 76,6   | 77,6           |
|  | 15     | 30     | 30     | 30     | 30     | 30     | 30             |
|  | 65,2   | 90,0   | 97,8   | 100,6  | 103,6  | 106,6  | 107,6          |
|  | (3)    | (5)    | (3)    | (6)    | (6)    | (6)    | (6)            |
|  | 62,2   | 85,0   | 94,8   | 94,6   | 97,6   | 100,6  | 101,6          |
|  | (15)   | (30)   | (30)   | (30)   | (30)   | (30)   | (30)           |
|  | (15,0) | (30,0) | (30,0) | (30,0) | (30,0) | (30,0) | (30,0)         |
|  | 47,2   | 55,0   | 64,8   | 64,6   | 67,6   | 70,6   | 71,6           |



# Diszkontált cash-flow (DCF) módszer

## Tervszámok igazolása – túlzott optimizmus: tervidőszaki árbevétel

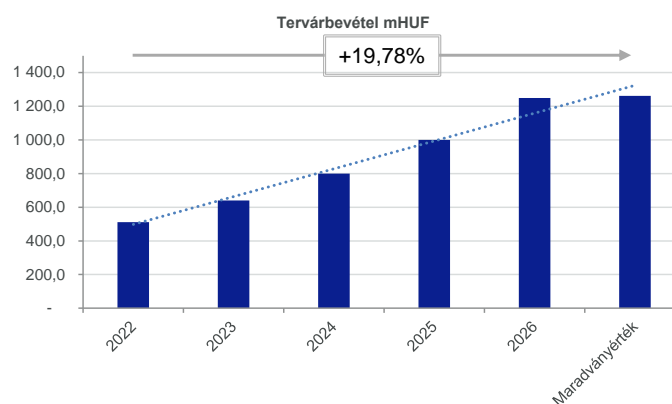
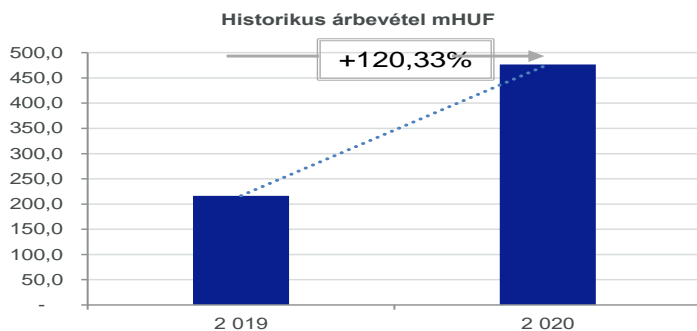
### Egy „tipikus üzleti terv”

| Tényadatok                   |               |              |              |              |
|------------------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| mHUF                         | 2 019         | 2 020        | 2021H1       | 2021         |
| Értékesítés nettó árbevétele | 216,3         | 476,5        | 204,7        | 409,4        |
| Növekedési ütem              | 0%            |              |              | -14%         |
| <b>EBITDA</b>                | <b>(68,6)</b> | <b>261,9</b> | <b>100,2</b> | <b>200,3</b> |
| EBITDA%                      | -32%          | 55%          | 49%          | 200,3        |
| ÉCS (-)                      | (10,0)        | (25,0)       | (15,0)       | (30,0)       |
| <b>EBIT</b>                  | <b>(58,6)</b> | <b>286,9</b> | <b>115,2</b> | <b>170,3</b> |

| Vállalati szabad cash-flow                |               |               |               |               |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|
| mHUF                                      | 2019          | 2020          | 2021H1        | 2021          |
| <b>EBIT</b>                               | <b>(68,6)</b> | <b>261,9</b>  | <b>100,2</b>  | <b>200,3</b>  |
| Adófizetési kötelezettség                 | 21            | (79)          | (30)          | (60)          |
| <b>NOPLAT</b>                             | <b>(48,0)</b> | <b>183,3</b>  | <b>70,1</b>   | <b>140,2</b>  |
| Értéksökkenési leírás                     | 10            | 25            | 15            | 30            |
| <b>Bruttó Cash flow</b>                   | <b>(38,0)</b> | <b>208,3</b>  | <b>85,1</b>   | <b>170,2</b>  |
| <b>Nettó működőtőke állományváltozása</b> | <b>(3)</b>    | <b>(5)</b>    | <b>(4)</b>    | <b>(7)</b>    |
| <b>Működési Cash flow</b>                 | <b>(41,0)</b> | <b>203,3</b>  | <b>81,1</b>   | <b>163,2</b>  |
| CAPEX                                     | (10)          | (25)          | (15)          | (30)          |
| <b>Befektetési Cash flow</b>              | <b>(10,0)</b> | <b>(25,0)</b> | <b>(15,0)</b> | <b>(30,0)</b> |
| <b>FCFF</b>                               | <b>(51,0)</b> | <b>178,3</b>  | <b>66,1</b>   | <b>133,2</b>  |

| Előrejelzés |        |        |        |        |         |                |        |
|-------------|--------|--------|--------|--------|---------|----------------|--------|
| 2021H2      | 2022   | 2023   | 2024   | 2025   | 2026    | Maradványérték |        |
| 204,7       | 511,8  | 639,7  | 799,7  | 999,6  | 1 249,5 | 1 262,0        |        |
| 25,0%       | 25,0%  | 25,0%  | 25,0%  | 25,0%  | 25,0%   | 1,0%           |        |
| 100,2       | 123,1  | 153,9  | 192,3  | 240,4  | 300,5   | 303,5          |        |
| 24%         |        |        |        |        |         |                |        |
| (15,0)      | (30,0) | (30,0) | (30,0) | (30,0) | (30,0)  | (30,0)         | (30,0) |
| 55,2        | 93,1   | 123,9  | 162,3  | 210,4  | 270,5   | 273,5          |        |

| 2021H2 | 2022   | 2023   | 2024   | 2025   | 2026   | Maradványérték |  |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|----------------|--|
| 55,2   | 93,1   | 123,9  | 162,3  | 210,4  | 270,5  | 273,5          |  |
| (5)    | (8)    | (11)   | (15)   | (19)   | (24)   | (25)           |  |
| 50,2   | 84,7   | 112,7  | 147,7  | 191,5  | 246,2  | 248,9          |  |
| 15     | 30     | 30     | 30     | 30     | 30     | 30             |  |
| 65,2   | 114,7  | 142,7  | 177,7  | 221,5  | 276,2  | 278,9          |  |
| (3)    | (5)    | (3)    | (6)    | (6)    | (6)    | (6)            |  |
| 62,2   | 109,7  | 139,7  | 171,7  | 215,5  | 270,2  | 272,9          |  |
| (15)   | (30)   | (30)   | (30)   | (30)   | (30)   | (30)           |  |
| (15,0) | (30,0) | (30,0) | (30,0) | (30,0) | (30,0) | (30,0)         |  |
| 47,2   | 79,7   | 109,7  | 141,7  | 185,5  | 240,2  | 242,9          |  |





# Diszkontált cash-flow (DCF) módszer

## Tervszámok igazolása – túlzott optimizmus: tervidőszaki fedezet

### Egy „tipikus üzleti terv”

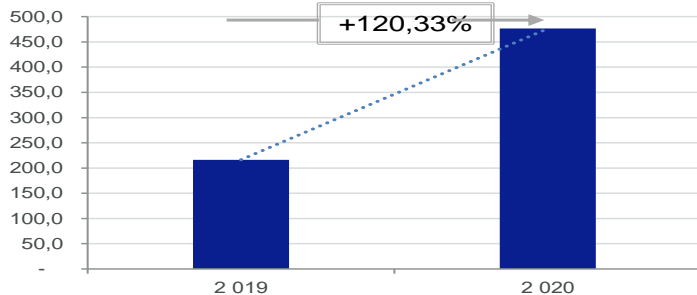
| Tényadatok                   |               |              |              |              |
|------------------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| mHUF                         | 2 019         | 2 020        | 2021H1       | 2021         |
| Értékesítés nettó árbevétele | 216,3         | 476,5        | 204,7        | 409,4        |
| Növekedési ütem              | 0%            |              |              | -14%         |
| <b>EBITDA</b>                | <b>(68,6)</b> | <b>261,9</b> | <b>100,2</b> | <b>200,3</b> |
| EBITDA%                      | -32%          | 55%          | 49%          | 200,3        |
| ÉCS (-)                      | (10,0)        | (25,0)       | (15,0)       | (30,0)       |
| <b>EBIT</b>                  | <b>(58,6)</b> | <b>286,9</b> | <b>115,2</b> | <b>170,3</b> |

| Vállalati szabad cash-flow                |               |               |               |               |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|
| mHUF                                      | 2019          | 2020          | 2021H1        | 2021          |
| <b>EBIT</b>                               | <b>(68,6)</b> | <b>261,9</b>  | <b>100,2</b>  | <b>200,3</b>  |
| Adófizetési kötelezettség                 | 21            | (79)          | (30)          | (60)          |
| <b>NOPLAT</b>                             | <b>(48,0)</b> | <b>183,3</b>  | <b>70,1</b>   | <b>140,2</b>  |
| Értékcsökkenési leírás                    | 10            | 25            | 15            | 30            |
| <b>Bruttó Cash flow</b>                   | <b>(38,0)</b> | <b>208,3</b>  | <b>85,1</b>   | <b>170,2</b>  |
| <b>Nettó működőtőke állományváltozása</b> | <b>(3)</b>    | <b>(5)</b>    | <b>(4)</b>    | <b>(7)</b>    |
| <b>Működési Cash flow</b>                 | <b>(41,0)</b> | <b>203,3</b>  | <b>81,1</b>   | <b>163,2</b>  |
| CAPEX                                     | (10)          | (25)          | (15)          | (30)          |
| <b>Befektetési Cash flow</b>              | <b>(10,0)</b> | <b>(25,0)</b> | <b>(15,0)</b> | <b>(30,0)</b> |
| <b>FCFF</b>                               | <b>(51,0)</b> | <b>178,3</b>  | <b>66,1</b>   | <b>133,2</b>  |

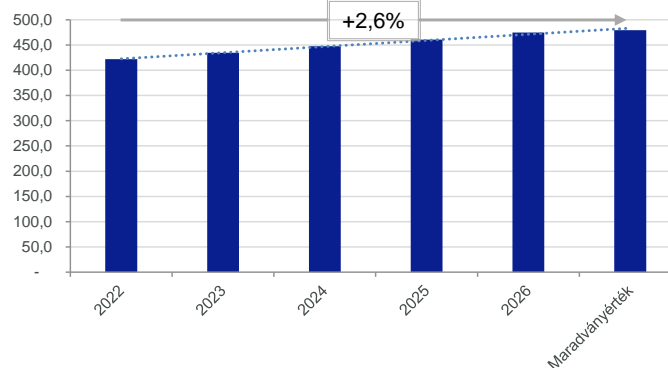
| Tervszámok igazolása – túlzott optimizmus: tervidőszaki fedezet |              |              |              |              |              |              |                |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|
| Tervszámok igazolása – túlzott optimizmus: tervidőszaki fedezet |              |              |              |              |              |              |                |
|   | 2021H2       | 2022         | 2023         | 2024         | 2025         | 2026         | Maradványérték |
| Értékesítés nettó árbevétele                                    | 421,7        | 421,7        | 434,4        | 447,4        | 460,8        | 474,6        | 479,4          |
| Növekedési ütem   | 3,0%         | 3,0%         | 3,0%         | 3,0%         | 3,0%         | 3,0%         | 1,0%           |
| <b>EBITDA</b>   | <b>100,2</b> | <b>253,0</b> | <b>260,6</b> | <b>268,4</b> | <b>276,5</b> | <b>284,8</b> | <b>287,6</b>   |
| EBITDA%   | 60%          |              |              |              |              |              |                |
| ÉCS (-)   | (15,0)       | (30,0)       | (30,0)       | (30,0)       | (30,0)       | (30,0)       | (30,0)         |
| <b>EBIT</b>   | <b>55,2</b>  | <b>223,0</b> | <b>230,6</b> | <b>238,4</b> | <b>246,5</b> | <b>254,8</b> | <b>257,6</b>   |

| Tervszámok igazolása – túlzott optimizmus: tervidőszaki fedezet |               |               |               |               |               |               |                |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| Tervszámok igazolása – túlzott optimizmus: tervidőszaki fedezet |               |               |               |               |               |               |                |
|   | 2021H2        | 2022          | 2023          | 2024          | 2025          | 2026          | Maradványérték |
| <b>EBIT</b>   | <b>55,2</b>   | <b>223,0</b>  | <b>230,6</b>  | <b>238,4</b>  | <b>246,5</b>  | <b>254,8</b>  | <b>257,6</b>   |
| Adófizetési kötelezettség                                       | (5)           | (20)          | (21)          | (21)          | (22)          | (23)          | (23)           |
| <b>NOPLAT</b>   | <b>50,2</b>   | <b>203,0</b>  | <b>209,9</b>  | <b>217,0</b>  | <b>224,3</b>  | <b>231,9</b>  | <b>234,4</b>   |
| Értékcsökkenési leírás  | 15            | 30            | 30            | 30            | 30            | 30            | 30             |
| <b>Bruttó Cash flow</b>   | <b>65,2</b>   | <b>233,0</b>  | <b>239,9</b>  | <b>247,0</b>  | <b>254,3</b>  | <b>261,9</b>  | <b>264,4</b>   |
| <b>Nettó működőtőke állományváltozása</b>                       | <b>(3)</b>    | <b>(5)</b>    | <b>(3)</b>    | <b>(6)</b>    | <b>(6)</b>    | <b>(6)</b>    | <b>(6)</b>     |
| <b>Működési Cash flow</b>                                       | <b>62,2</b>   | <b>228,0</b>  | <b>236,9</b>  | <b>241,0</b>  | <b>248,3</b>  | <b>255,9</b>  | <b>258,4</b>   |
| CAPEX   | (15)          | (30)          | (30)          | (30)          | (30)          | (30)          | (30)           |
| <b>Befektetési Cash flow</b>                                    | <b>(15,0)</b> | <b>(30,0)</b> | <b>(30,0)</b> | <b>(30,0)</b> | <b>(30,0)</b> | <b>(30,0)</b> | <b>(30,0)</b>  |
| <b>FCFF</b>   | <b>47,2</b>   | <b>198,0</b>  | <b>206,9</b>  | <b>211,0</b>  | <b>218,3</b>  | <b>225,9</b>  | <b>228,4</b>   |

Historikus árbevétel mHUF



Tervárbevétel mHUF



# Diszkontált cash-flow (DCF) módszer

## Tervszámok igazolása – túlzott optimizmus: maradványidőszaki növekedési ütem

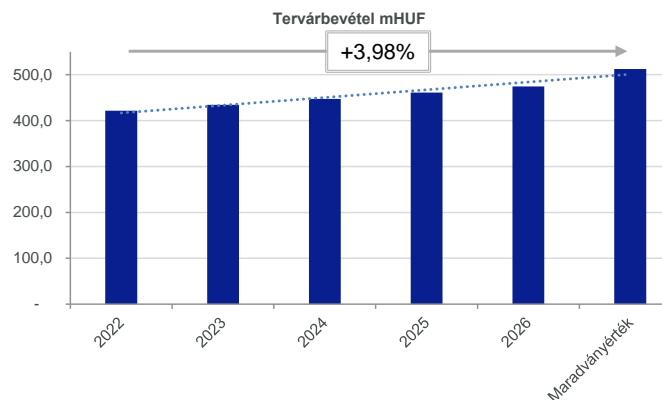
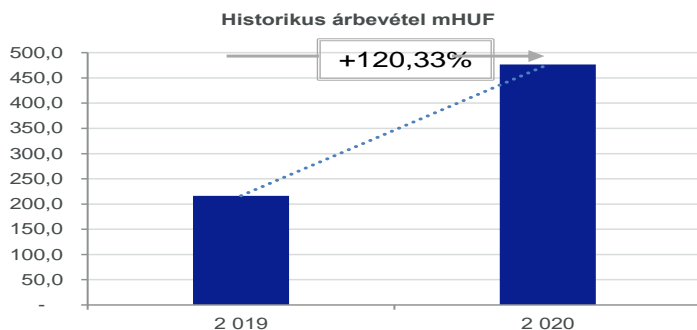
### Egy „tipikus üzleti terv”

| Tényadatok                   |               |              |              |              |
|------------------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| mHUF                         | 2 019         | 2 020        | 2021H1       | 2021         |
| Értékesítés nettó árbevétele | 216,3         | 476,5        | 204,7        | 409,4        |
| Növekedési ütem              | 0%            |              |              | -14%         |
| <b>EBITDA</b>                | <b>(68,6)</b> | <b>261,9</b> | <b>100,2</b> | <b>200,3</b> |
| EBITDA%                      | -32%          | 55%          | 49%          | 200,3        |
| ÉCS (-)                      | (10,0)        | (25,0)       | (15,0)       | (30,0)       |
| <b>EBIT</b>                  | <b>(58,6)</b> | <b>286,9</b> | <b>115,2</b> | <b>170,3</b> |

| Előrejelzés |        |        |        |        |        |        |                |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|----------------|
|             | 2021H2 | 2022   | 2023   | 2024   | 2025   | 2026   | Maradványérték |
|             | 204,7  | 421,7  | 434,4  | 447,4  | 460,8  | 474,6  | 512,6          |
|             | 3,0%   | 3,0%   | 3,0%   | 3,0%   | 3,0%   | 3,0%   | 8,0%           |
|             | 100,2  | 101,4  | 104,5  | 107,6  | 110,8  | 114,2  | 123,3          |
|             | 24%    |        |        |        |        |        |                |
|             | (15,0) | (30,0) | (30,0) | (30,0) | (30,0) | (30,0) | (30,0)         |
|             | 55,2   | 71,4   | 74,5   | 77,6   | 80,8   | 84,2   | 93,3           |

| Vállalati szabad cash-flow                |               |               |               |               |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|
| mHUF                                      | 2019          | 2020          | 2021H1        | 2021          |
| <b>EBIT</b>                               | <b>(68,6)</b> | <b>261,9</b>  | <b>100,2</b>  | <b>200,3</b>  |
| Adófizetési kötelezettség                 | 21            | (79)          | (30)          | (60)          |
| <b>NOPLAT</b>                             | <b>(48,0)</b> | <b>183,3</b>  | <b>70,1</b>   | <b>140,2</b>  |
| Értécsökkenési leírás                     | 10            | 25            | 15            | 30            |
| <b>Bruttó Cash flow</b>                   | <b>(38,0)</b> | <b>208,3</b>  | <b>85,1</b>   | <b>170,2</b>  |
| <b>Nettó működőtőke állományváltozása</b> | <b>(3)</b>    | <b>(5)</b>    | <b>(4)</b>    | <b>(7)</b>    |
| <b>Működési Cash flow</b>                 | <b>(41,0)</b> | <b>203,3</b>  | <b>81,1</b>   | <b>163,2</b>  |
| CAPEX                                     | (10)          | (25)          | (15)          | (30)          |
| <b>Befektetési Cash flow</b>              | <b>(10,0)</b> | <b>(25,0)</b> | <b>(15,0)</b> | <b>(30,0)</b> |
| <b>FCFF</b>                               | <b>(51,0)</b> | <b>178,3</b>  | <b>66,1</b>   | <b>133,2</b>  |

|  | 2021H2 | 2022   | 2023   | 2024   | 2025   | 2026   | Maradványérték |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|----------------|
|  | 55,2   | 71,4   | 74,5   | 77,6   | 80,8   | 84,2   | 93,3           |
|  | (5)    | (6)    | (7)    | (7)    | (7)    | (8)    | (8)            |
|  | 50,2   | 65,0   | 67,8   | 70,6   | 73,6   | 76,6   | 84,9           |
|  | 15     | 30     | 30     | 30     | 30     | 30     | 30             |
|  | 65,2   | 95,0   | 97,8   | 100,6  | 103,6  | 106,6  | 114,9          |
|  | (3)    | (5)    | (3)    | (6)    | (6)    | (6)    | (6)            |
|  | 62,2   | 90,0   | 94,8   | 94,6   | 97,6   | 100,6  | 108,9          |
|  | (15)   | (30)   | (30)   | (30)   | (30)   | (30)   | (30)           |
|  | (15,0) | (30,0) | (30,0) | (30,0) | (30,0) | (30,0) | (30,0)         |
|  | 47,2   | 60,0   | 64,8   | 64,6   | 67,6   | 70,6   | 78,9           |



## Diszkontált cash-flow (DCF) módszer

# Tervszámok igazolása – értékcsökkenési leírás: előjelhiba; nem követi a növekedést; nincs összhangban a mérlegtervvel

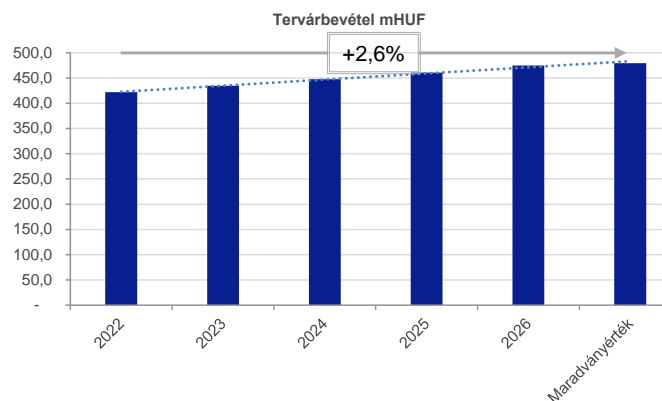
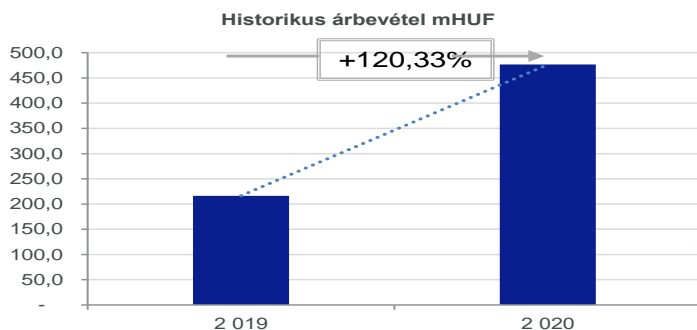
### Egy „tipikus üzleti terv”

| Tényadatok                   |        |        |        |        |
|------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| mHUF                         | 2 019  | 2 020  | 2021H1 | 2021   |
| Értékesítés nettó árbevétele | 216,3  | 476,5  | 204,7  | 409,4  |
| Növekedési ütem              | 0%     |        |        | -14%   |
| EBITDA                       | (68,6) | 261,9  | 100,2  | 200,3  |
| EBITDA%                      | -32%   | 55%    | 49%    | 200,3  |
| ÉCS (-)                      | (10,0) | (25,0) | (15,0) | (30,0) |
| EBIT                         | (58,6) | 286,9  | 115,2  | 170,3  |

| Előrejelzés |        |        |        |        |        |       |                |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|----------------|
|             | 2021H2 | 2022   | 2023   | 2024   | 2025   | 2026  | Maradványérték |
|             | 204,7  | 421,7  | 434,4  | 447,4  | 460,8  | 474,6 | 479,4          |
|             | 3,0%   | 3,0%   | 3,0%   | 3,0%   | 3,0%   | 3,0%  | 1,0%           |
|             | 100,2  | 101,4  | 104,5  | 107,6  | 110,8  | 114,2 | 115,3          |
|             | 24%    |        |        |        |        |       |                |
|             | (15,0) | (30,0) | (25,0) | (20,0) | (15,0) | (5,0) | (5,0)          |
|             | 55,2   | 71,4   | 79,5   | 87,6   | 95,8   | 109,2 | 110,3          |

| Vállalati szabad cash-flow         |        |        |        |        |
|------------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| mHUF                               | 2019   | 2020   | 2021H1 | 2021   |
| EBIT                               | (68,6) | 261,9  | 100,2  | 200,3  |
| Adófizetési kötelezettség          | 21     | (79)   | (30)   | (60)   |
| NOPLAT                             | (48,0) | 183,3  | 70,1   | 140,2  |
| Értékcsökkenési leírás             | 10     | 25     | 15     | 30     |
| Bruttó Cash flow                   | (38,0) | 208,3  | 85,1   | 170,2  |
| Nettó működőtőke állományváltozása | (3)    | (5)    | (4)    | (7)    |
| Működési Cash flow                 | (41,0) | 203,3  | 81,1   | 163,2  |
| CAPEX                              | (10)   | (25)   | (15)   | (30)   |
| Befektetési Cash flow              | (10,0) | (25,0) | (15,0) | (30,0) |
| FCFF                               | (51,0) | 178,3  | 66,1   | 133,2  |

|  | 2021H2 | 2022   | 2023   | 2024   | 2025   | 2026  | Maradványérték |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|-------|----------------|
|  | 55,2   | 71,4   | 79,5   | 87,6   | 95,8   | 109,2 | 110,3          |
|  | (5)    | (6)    | (7)    | (8)    | (9)    | (10)  | (10)           |
|  | 50,2   | 65,0   | 72,3   | 79,7   | 87,2   | 99,3  | 100,4          |
|  | (15)   | (30)   | (25)   | (20)   | (15)   | (5)   | (5)            |
|  | 35,2   | 35,0   | 47,3   | 59,7   | 72,2   | 94,3  | 95,4           |
|  | (3)    | (5)    | (3)    | (6)    | (6)    | (6)   | (6)            |
|  | 32,2   | 30,0   | 44,3   | 53,7   | 66,2   | 88,3  | 89,4           |
|  | (15)   | (30)   | (25)   | (20)   | (15)   | (5)   | (5)            |
|  | (15,0) | (30,0) | (25,0) | (20,0) | (15,0) | (5,0) | (5,0)          |
|  | 17,2   | 0,0    | 19,3   | 33,7   | 51,2   | 83,3  | 84,4           |



## Diszkontált cash-flow (DCF) módszer

**Tervszámok igazolása – capex: előjelhiba; nem követi a növekedést; nincs összhangban az értékcsökkenési leírással, nincs maradványidőszaki tervezés**

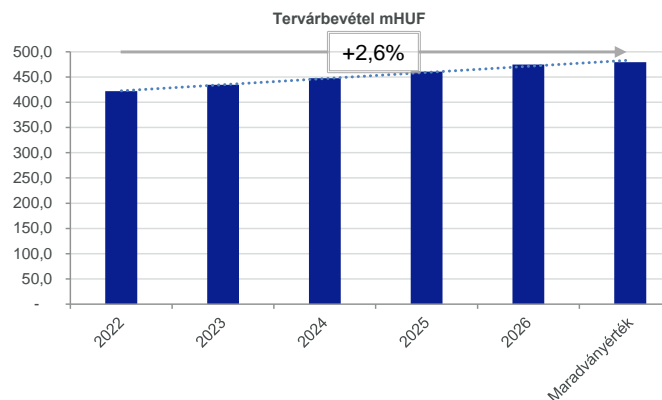
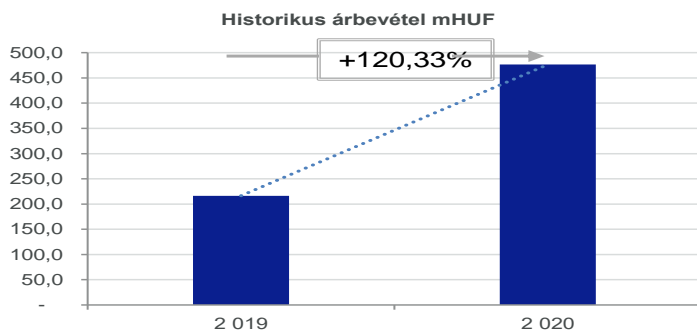
### Egy „tipikus üzleti terv”

| Tényadatok                   |               |              |              |              |
|------------------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| mHUF                         | 2 019         | 2 020        | 2021H1       | 2021         |
| Értékesítés nettó árbevétele | 216,3         | 476,5        | 204,7        | 409,4        |
| Növekedési ütem              | 0%            |              |              | -14%         |
| <b>EBITDA</b>                | <b>(68,6)</b> | <b>261,9</b> | <b>100,2</b> | <b>200,3</b> |
| EBITDA%                      | -32%          | 55%          | 49%          | 200,3        |
| ÉCS (-)                      | (10,0)        | (25,0)       | (15,0)       | (30,0)       |
| <b>EBIT</b>                  | <b>(58,6)</b> | <b>286,9</b> | <b>115,2</b> | <b>170,3</b> |

| Vállalati szabad cash-flow                |               |               |               |               |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|
| mHUF                                      | 2019          | 2020          | 2021H1        | 2021          |
| <b>EBIT</b>                               | <b>(68,6)</b> | <b>261,9</b>  | <b>100,2</b>  | <b>200,3</b>  |
| Adófizetési kötelezettség                 | 21            | (79)          | (30)          | (60)          |
| <b>NOPLAT</b>                             | <b>(48,0)</b> | <b>183,3</b>  | <b>70,1</b>   | <b>140,2</b>  |
| Értékcsökkenési leírás                    | 10            | 25            | 15            | 30            |
| <b>Bruttó Cash flow</b>                   | <b>(38,0)</b> | <b>208,3</b>  | <b>85,1</b>   | <b>170,2</b>  |
| <b>Nettó működőtőke állományváltozása</b> | <b>(3)</b>    | <b>(5)</b>    | <b>(4)</b>    | <b>(7)</b>    |
| <b>Működési Cash flow</b>                 | <b>(41,0)</b> | <b>203,3</b>  | <b>81,1</b>   | <b>163,2</b>  |
| CAPEX                                     | (10)          | (25)          | (15)          | (30)          |
| <b>Befektetési Cash flow</b>              | <b>(10,0)</b> | <b>(25,0)</b> | <b>(15,0)</b> | <b>(30,0)</b> |
| <b>FCFF</b>                               | <b>(51,0)</b> | <b>178,3</b>  | <b>66,1</b>   | <b>133,2</b>  |

| Előrejelzés |        |        |        |        |        |        |                |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|----------------|
|             | 2021H2 | 2022   | 2023   | 2024   | 2025   | 2026   | Maradványérték |
|             | 204,7  | 421,7  | 434,4  | 447,4  | 460,8  | 474,6  | 479,4          |
|             | 3,0%   | 3,0%   | 3,0%   | 3,0%   | 3,0%   | 3,0%   | 1,0%           |
|             | 100,2  | 101,4  | 104,5  | 107,6  | 110,8  | 114,2  | 115,3          |
|             | 24%    |        |        |        |        |        |                |
|             | (15,0) | (30,0) | (30,0) | (30,0) | (30,0) | (30,0) | (30,0)         |
|             | 55,2   | 71,4   | 74,5   | 77,6   | 80,8   | 84,2   | 85,3           |

|  | 2021H2 | 2022  | 2023  | 2024  | 2025  | 2026  | Maradványérték |
|--|--------|-------|-------|-------|-------|-------|----------------|
|  | 55,2   | 71,4  | 74,5  | 77,6  | 80,8  | 84,2  | 85,3           |
|  | (5)    | (6)   | (7)   | (7)   | (7)   | (8)   | (8)            |
|  | 50,2   | 65,0  | 67,8  | 70,6  | 73,6  | 76,6  | 77,6           |
|  | 15     | 30    | 30    | 30    | 30    | 30    | 30             |
|  | 65,2   | 95,0  | 97,8  | 100,6 | 103,6 | 106,6 | 107,6          |
|  | (3)    | (5)   | (3)   | (6)   | (6)   | (6)   | (6)            |
|  | 62,2   | 90,0  | 94,8  | 94,6  | 97,6  | 100,6 | 101,6          |
|  | 15     | 30    | 10    | 2     | -     | 32    | -              |
|  | 15,0   | 30,0  | 10,0  | 2,0   | -     | 32,0  | -              |
|  | 77,2   | 120,0 | 104,8 | 96,6  | 97,6  | 132,6 | 101,6          |



## Diszkontált cash-flow (DCF) módszer

# Tervszámok igazolása – nettó működőtőke változása: nincs terv, nincs összhangban a növekedéssel, besorolási problémák

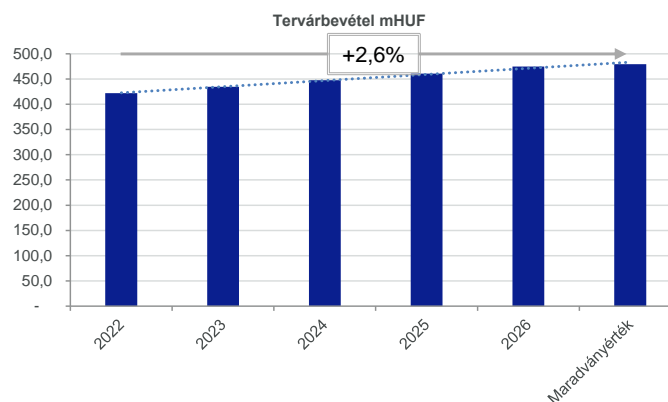
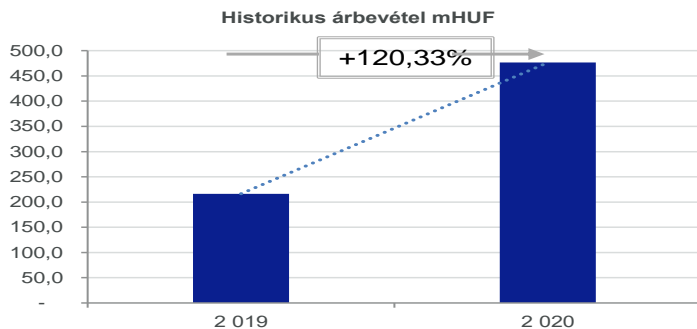
### Egy „tipikus üzleti terv”

| Tényadatok                   |               |              |              |              |
|------------------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| mHUF                         | 2 019         | 2 020        | 2021H1       | 2021         |
| Értékesítés nettó árbevétele | 216,3         | 476,5        | 204,7        | 409,4        |
| Növekedési ütem              | 0%            |              |              | -14%         |
| <b>EBITDA</b>                | <b>(68,6)</b> | <b>261,9</b> | <b>100,2</b> | <b>200,3</b> |
| EBITDA%                      | -32%          | 55%          | 49%          | 200,3        |
| ÉCS (-)                      | (10,0)        | (25,0)       | (15,0)       | (30,0)       |
| <b>EBIT</b>                  | <b>(58,6)</b> | <b>286,9</b> | <b>115,2</b> | <b>170,3</b> |

| Vállalati szabad cash-flow                |               |               |               |               |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|
| mHUF                                      | 2019          | 2020          | 2021H1        | 2021          |
| <b>EBIT</b>                               | <b>(68,6)</b> | <b>261,9</b>  | <b>100,2</b>  | <b>200,3</b>  |
| Adófizetési kötelezettség                 | 21            | (79)          | (30)          | (60)          |
| <b>NOPLAT</b>                             | <b>(48,0)</b> | <b>183,3</b>  | <b>70,1</b>   | <b>140,2</b>  |
| Értékcsökkenési leírás                    | 10            | 25            | 15            | 30            |
| <b>Bruttó Cash flow</b>                   | <b>(38,0)</b> | <b>208,3</b>  | <b>85,1</b>   | <b>170,2</b>  |
| <b>Nettó működőtőke állományváltozása</b> | <b>(3)</b>    | <b>(5)</b>    | <b>(4)</b>    | <b>(7)</b>    |
| Működési Cash flow                        | (41,0)        | 203,3         | 81,1          | 163,2         |
| CAPEX                                     | (10)          | (25)          | (15)          | (30)          |
| <b>Befektetési Cash flow</b>              | <b>(10,0)</b> | <b>(25,0)</b> | <b>(15,0)</b> | <b>(30,0)</b> |
| <b>FCFF</b>                               | <b>(51,0)</b> | <b>178,3</b>  | <b>66,1</b>   | <b>133,2</b>  |

| Előrejelzés |        |        |        |        |        |        |                |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|----------------|
|             | 2021H2 | 2022   | 2023   | 2024   | 2025   | 2026   | Maradványérték |
|             | 204,7  | 421,7  | 434,4  | 447,4  | 460,8  | 474,6  | 479,4          |
|             | 3,0%   | 3,0%   | 3,0%   | 3,0%   | 3,0%   | 3,0%   | 1,0%           |
|             | 100,2  | 101,4  | 104,5  | 107,6  | 110,8  | 114,2  | 115,3          |
|             | 24%    |        |        |        |        |        |                |
|             | (15,0) | (30,0) | (30,0) | (30,0) | (30,0) | (30,0) | (30,0)         |
|             | 55,2   | 71,4   | 74,5   | 77,6   | 80,8   | 84,2   | 85,3           |

|  | 2021H2 | 2022   | 2023   | 2024   | 2025   | 2026   | Maradványérték |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|----------------|
|  | 55,2   | 71,4   | 74,5   | 77,6   | 80,8   | 84,2   | 85,3           |
|  | (5)    | (6)    | (7)    | (7)    | (7)    | (8)    | (8)            |
|  | 50,2   | 65,0   | 67,8   | 70,6   | 73,6   | 76,6   | 77,6           |
|  | 15     | 30     | 30     | 30     | 30     | 30     | 30             |
|  | 65,2   | 95,0   | 97,8   | 100,6  | 103,6  | 106,6  | 107,6          |
|  | 5      | (7)    | -      | (8)    | 9      | (10)   | 2              |
|  | 70,2   | 88,0   | 97,8   | 92,6   | 112,6  | 96,6   | 109,6          |
|  | (15)   | (30)   | (30)   | (30)   | (30)   | (30)   | (30)           |
|  | (15,0) | (30,0) | (30,0) | (30,0) | (30,0) | (30,0) | (30,0)         |
|  | 55,2   | 58,0   | 67,8   | 62,6   | 82,6   | 66,6   | 79,6           |



# Diszkontált cash-flow (DCF) módszer

## Súlyozott átlagos tőkeköltség (WACC) számítása

### Diszkont ráta meghatározása során használt feltételezések:

A megfelelő diszkontráta meghatározására a súlyozott átlagos tőke költség (WACC) módszerét alkalmazzuk, amely tükrözi a tulajdonosok és a hitelezők által elvárt megtérülést.

#### Saját tőkétől elvárt hozam:

- Kockázatmentes hozam a 10 éves lejáratú euróban denominált kötvény éves hozama (forrás: Bloomberg)
- Saját tőke kockázati prémium: Magyarország piaci kockázati prémiumának elmúlt három havi átlaga (forrás: Bloomberg).
- Ország kockázati prémium: Magyarország legfrissebb jegyzett éves kockázatmentes hozamának és a 10 éves lejáratú euróban denominált kötvény éves hozamának a különbsége (forrás: Bloomberg)
- A KKV kockázati prémium Duff&Phelps adatbázis alapján 3,2%
- A  $\beta$  forrása az összehasonlító az összehasonlító csoport medián  $\beta$  értéke (forrás: Bloomberg)
- Tőkeáttételes béta a tőkeáttétel nélküli béta, piaci tőkeáttételi ráta és 20X1-ben érvényben lévő társasági adó alapján került meghatározásra.
  - Kalkulált tőkeáttétel nélküli béta: Mazars kalkulációja az összehasonlító csoport tagjainak a következő mutatóira támaszkodik:
  - Adósság és saját tőke arány a Bloomberg alapján (20X1.06.30)
  - 5 éves napi béta a Bloomberg alapján
  - egyedi adókulcsok a 20X1-ben érvényben lévő helyi jogszabályok szerint
  - a piaci tőke áttétel aránya a kiválasztott vállalatok vágott átlaga alapján került meghatározásra.
- Egyéb kockázati prémium: üzleti terv bizonytalansága; „one-man show”; Covid-19 stb.

#### Hitelektől elvárt hozam:

- A nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott forinthelek és az általuk elhelyezett forintbetétek éves kamatának elmúlt három havi átlaga (MNB adatbázis alapján)
- A tőkeáttételt a piaci összehasonlító csoport átlagos adatai alapján határoztuk meg

| Súlyozott átlagos tőkeköltség        |               |
|--------------------------------------|---------------|
| <b>Komponensek</b>                   |               |
| Kockázatmentes hozam                 | (0,39)%       |
| Beta_U                               | 0,686         |
| Beta_lvd                             | 0,875         |
| Tőkeáttétel                          | 54,11%        |
| MRP                                  | 7,10%         |
| CRP                                  | 2,13%         |
| KKV kockázati prémium                | 3,20%         |
| Egyéb kockázati prémium              | 2,00%         |
| <b>Saját tőke elvárt hozama</b>      | <b>13,15%</b> |
| Hitelhozam                           | 2,11%         |
| Adókulcs (Magyarország)              | 9%            |
| <b>Hitelektől elvárt hozam</b>       | <b>1,92%</b>  |
| Hitel                                | 35            |
| Saját tőke                           | 100           |
| D/(D+E)                              | 35,11%        |
| <b>Súlyozott átlagos tőkeköltség</b> | <b>9,2%</b>   |

## Diszkontált cash-flow (DCF) módszer

### Súlyozott átlagos tőkeköltés (WACC) számítása – előforduló hibák (1)

#### Diszkont ráta meghatározása során használt feltételezések:

A megfelelő diszkontráta meghatározására a súlyozott átlagos tőke költség (WACC) módszerét alkalmazzuk, amely tükrözi a tulajdonosok és a hitelezők által elvárt megtérülést.

#### Saját tőkéből elvárt hozam:

- **Kockázatmentes hozam a 10 éves lejáratú euróban denominált kötvény éves hozama (forrás: Bloomberg) – vagy HUF hozam**
- Saját tőke kockázati prémium: Magyarország piaci kockázati prémiumának elmúlt három havi átlaga (forrás: Bloomberg).
- **Ország kockázati prémium (CRP): Magyarország legfrissebb jegyzett éves kockázatmentes hozamának és a 10 éves lejáratú euróban denominált kötvény éves hozamának a különbsége (forrás: Bloomberg) – ha a kockázatmentes hozam HUF-kötvény alapú, akkor ez az érték nulla**
- A KKV kockázati prémium Duff&Phelps adatbázis alapján 3,2%
- A  $\beta$  forrása az összehasonlító az összehasonlító csoport medián  $\beta$  értéke (forrás: Bloomberg)
- Tőkeáttételes béta a tőkeáttétel nélküli béta, piaci tőkeáttételi ráta és 20X1-ben érvényben lévő társasági adó alapján került meghatározásra.
  - Kalkulált tőkeáttétel nélküli béta: Mazars kalkulációja az összehasonlító csoport tagjainak a következő mutatóira támaszkodik:
  - Adósság és saját tőke aránya a Bloomberg alapján (20X1.06.30)
  - 5 éves napi béta a Bloomberg alapján
  - egyedi adókulcsok a 20X1-ben érvényben lévő helyi jogszabályok szerint
  - a piaci tőke áttétel aránya a kiválasztott vállalatok vágott átlaga alapján került meghatározásra.
- Egyéb kockázati prémium: üzleti terv bizonytalansága; „one-man show”; Covid-19 stb.

#### Hitelektől elvárt hozam:

- A nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott forinthelek és az általuk elhelyezett forintbetétek éves kamatának elmúlt három havi átlaga (MNB adatbázis alapján)
- A tőkeáttételt a piaci összehasonlító csoport átlagos adatai alapján határoztuk meg

| Súlyozott átlagos tőkeköltés        | HUF kockázatmentes hozam ~ 2.2%                              |
|-------------------------------------|--|
| <b>Komponensek</b>                  |  |
| Kockázatmentes hozam                | (0,39)%  |
| Beta_U                              | 0,686  |
| Beta_lvd                            |  |
| Tőkeáttétel                         | De akkor a CRP-ben már nem kezeljük az országkockázatot!!! ~ |
| MRP                                 | 0%   |
| CRP                                 | 2,13%  |
| KKV kockázati prémium               | 3,20%  |
| Egyéb kockázati prémium             | 2,00%  |
| <b>Saját tőke elvárt hozama</b>     | <b>13,15%</b>  |
| Hitelhozam                          | 2,11%  |
| Adókulcs (Magyarország)             | 9%   |
| <b>Hitelektől elvárt hozam</b>      | <b>1,92%</b>   |
| Hitel                               | 35   |
| Saját tőke                          | 100  |
| D/(D+E)                             | 35,11%   |
| <b>Súlyozott átlagos tőkeköltés</b> | <b>9,2%</b>  |



# Diszkontált cash-flow (DCF) módszer

## Súlyozott átlagos tőkeköltség (WACC) számítása – előforduló hibák (2)

### Diszkont ráta meghatározása során használt feltételezések:

A megfelelő diszkontráta meghatározására a súlyozott átlagos tőke költség (WACC) módszerét alkalmazzuk, amely tükrözi a tulajdonosok és a hitelezők által elvárt megtérülést.

#### Saját tőkéből elvárt hozam:

- Kockázatmentes hozam a 10 éves lejáratú euróban denominált kötvény éves hozama (forrás: Bloomberg)
- **Saját tőke kockázati prémium (MRP): Magyarország piaci kockázati prémiumának elmúlt három havi átlaga (forrás: Bloomberg). – de nem mindig a Bloomberg a kizárólagos adatforrás pl. Magyarország kapcsán hónapok óta kb 15%-os értéket látunk, mely irreálisan magas – alternatív forrás: Fernandez, Damodaran.**
- Ország kockázati prémium: Magyarország legfrissebb jegyzett éves kockázatmentes hozamának és a 10 éves lejáratú euróban denominált kötvény éves hozamának a különbsége (forrás: Bloomberg)
- A KKV kockázati prémium Duff&Phelps adatbázis alapján 3,2%
- A  $\beta$  forrása az összehasonlító az összehasonlító csoport medián  $\beta$  értéke (forrás: Bloomberg)
- Tőkeáttételes béta a tőkeáttétel nélküli béta, piaci tőkeáttételi ráta és 20X1-ben érvényben lévő társasági adó alapján került meghatározásra.
  - Kalkulált tőkeáttétel nélküli béta: Mazars kalkulációja az összehasonlító csoport tagjainak a következő mutatóira támaszkodik:
  - Adósság és saját tőke aránya a Bloomberg alapján (20X1.06.30)
  - 5 éves napi béta a Bloomberg alapján
  - egyedi adókulcsok a 20X1-ben érvényben lévő helyi jogszabályok szerint
  - a piaci tőke áttétel aránya a kiválasztott vállalatok vágott átlaga alapján került meghatározásra.
- Egyéb kockázati prémium: üzleti terv bizonytalansága; „one-man show”; Covid-19 stb.

#### Hitelektől elvárt hozam:

- A nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott forinthelek és az általuk elhelyezett forintbetétek éves kamatának elmúlt három havi átlaga (MNB adatbázis alapján)
- A tőkeáttételt a piaci összehasonlító csoport átlagos adatai alapján határoztuk meg

| Súlyozott átlagos tőkeköltség        |               |
|--------------------------------------|---------------|
| <b>Komponensek</b>                   |               |
| Kockázatmentes hozam                 | (0,39)%       |
| Beta_U                               | 0,686         |
| Beta_lvd                             |               |
| Tőkeáttétel                          |               |
| MRP                                  | 7,10%         |
| CRP                                  | 2,13%         |
| KKV kockázati prémium                | 3,20%         |
| Egyéb kockázati prémium              | 2,00%         |
| <b>Saját tőke elvárt hozama</b>      | <b>13,15%</b> |
|                                      |               |
| Hitelhozam                           | 2,11%         |
| Adókulcs (Magyarország)              | 9%            |
| <b>Hitelektől elvárt hozam</b>       | <b>1,92%</b>  |
|                                      |               |
| Hitel                                | 35            |
| Saját tőke                           | 100           |
| D/(D+E)                              | 35,11%        |
| <b>Súlyozott átlagos tőkeköltség</b> | <b>9,2%</b>   |

15%-os MRP  
ésszerűtlenül magas  
lenne!!!

# Diszkontált cash-flow (DCF) módszer

## Súlyozott átlagos tőkeköltség (WACC) számítása - előforduló hibák (3)

### Diszkont ráta meghatározása során használt feltételezések:

A megfelelő diszkontráta meghatározására a súlyozott átlagos tőke költség (WACC) módszerét alkalmazzuk, amely tükrözi a tulajdonosok és a hitelezők által elvárt megtérülést.

#### Saját tőkétől elvárt hozam:

- Kockázatmentes hozam a 10 éves lejáratú euróban denominált kötvény éves hozama (forrás: Bloomberg)
- Saját tőke kockázati prémium: Magyarország piaci kockázati prémiumának elmúlt három havi átlaga (forrás: Bloomberg).
- Ország kockázati prémium: Magyarország legfrissebb jegyzett éves kockázatmentes hozamának és a 10 éves lejáratú euróban denominált kötvény éves hozamának a különbsége (forrás: Bloomberg)
- A KKV kockázati prémium Duff&Phelps adatbázis alapján 3,2%
- A  $\beta$  forrása az összehasonlító az összehasonlító csoport medián  $\beta$  értéke (forrás: Bloomberg)
- Tőkeáttételes béta a tőkeáttétel nélküli béta, piaci tőkeáttételi ráta és 20X1-ben érvényben lévő társasági adó alapján került meghatározásra.
  - **Kalkulált tőkeáttétel nélküli béta: Mazars kalkulációja az összehasonlító csoport tagjainak a következő mutatóira támaszkodik:**
    - Adósság és saját tőke arány a Bloomberg alapján (20X1.06.30)
    - 5 éves napi béta a Bloomberg alapján
    - egyedi adókulcsok a 20X1-ben érvényben lévő helyi jogszabályok szerint
    - a piaci tőke áttétel aránya a kiválasztott vállalatok vágott átlaga alapján került meghatározásra.
- Egyéb kockázati prémium: üzleti terv bizonytalansága; „one-man show”; Covid-19 stb.

#### Hitelektől elvárt hozam:

- A nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott forinthelek és az általuk elhelyezett forintbetétek éves kamatának elmúlt három havi átlaga (MNB adatbázis alapján)
- A tőkeáttételt a piaci összehasonlító csoport átlagos adatai alapján határoztuk meg

### Súlyozott átlagos tőkeköltség

#### Komponensek

|                                 |               |
|---------------------------------|---------------|
| Kockázatmentes hozam            |               |
| Beta_U                          | 0,686         |
| Beta_lvd                        | 0,875         |
| Tőkeáttétel                     | 54,11%        |
| MRP                             | 7,10%         |
| CRP                             | 2,13%         |
| KKV kockázati prémium           | 3,20%         |
| Egyéb kockázati prémium         | 2,00%         |
| <b>Saját tőke elvárt hozama</b> | <b>13,15%</b> |

Hiába „tűnik jónak” az érték, ha nem hasonló vállalatok átlaga adja!!!

|                                |              |
|--------------------------------|--------------|
| Hitelhozam                     | 2,11%        |
| Adókulcs (Magyarország)        | 9%           |
| <b>Hitelektől elvárt hozam</b> | <b>1,92%</b> |

|            |        |
|------------|--------|
| Hitel      | 35     |
| Saját tőke | 100    |
| D/(D+E)    | 35,11% |

**Súlyozott átlagos tőkeköltség** **9,2%**

# Diszkontált cash-flow (DCF) módszer

## Súlyozott átlagos tőkeköltség (WACC) számítása - előforduló hibák (4)

### Diszkont ráta meghatározása során használt feltételezések:

A megfelelő diszkontráta meghatározására a súlyozott átlagos tőke költség (WACC) módszerét alkalmazzuk, amely tükrözi a tulajdonosok és a hitelezők által elvárt megtérülést.

#### Saját tőkétől elvárt hozam:

- Kockázatmentes hozam a 10 éves lejáratú euróban denominált kötvény éves hozama (forrás: Bloomberg)
- Saját tőke kockázati prémium: Magyarország piaci kockázati prémiumának elmúlt három havi átlaga (forrás: Bloomberg).
- Ország kockázati prémium: Magyarország legfrissebb jegyzett éves kockázatmentes hozamának és a 10 éves lejáratú euróban denominált kötvény éves hozamának a különbsége (forrás: Bloomberg)
- A KKV kockázati prémium Duff&Phelps adatbázis alapján 3,2%
- A  $\beta$  forrása az összehasonlító az összehasonlító csoport medián  $\beta$  értéke (forrás: Bloomberg)
- Tőkeáttételes béta a tőkeáttétel nélküli béta, piaci tőkeáttételi ráta és **20X1-ben érvényben lévő társasági adó alapján került meghatározásra.**
  - Kalkulált tőkeáttétel nélküli béta: Mazars kalkulációja az összehasonlító csoport tagjainak a következő mutatóira támaszkodik:
  - Adósság és saját tőke arány a Bloomberg alapján (20X1.06.30)
  - 5 éves napi béta a Bloomberg alapján
  - egyedi adókulcsok a 20X1-ben érvényben lévő helyi jogszabályok szerint
  - a piaci tőke áttétel aránya a kiválasztott vállalatok vágott átlaga alapján került meghatározásra.
- Egyéb kockázati prémium: üzleti terv bizonytalansága; „one-man show”; Covid-19 stb.

#### Hitelektől elvárt hozam:

- **A nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott forinthitelek és az általuk elhelyezett forintbetétek éves kamatának elmúlt három havi átlaga (MNB adatbázis alapján)**
- A tőkeáttételt a piaci összehasonlító csoport átlagos adatai alapján határoztuk meg

| Súlyozott átlagos tőkeköltség        |               |
|--------------------------------------|---------------|
| <b>Komponensek</b>                   |               |
| Kockázatmentes hozam                 | (0,39)%       |
| Beta_U                               | 0,686         |
| Beta_lvd                             | 0,875         |
| Tőkeáttétel                          | 54,11%        |
| MRP                                  | 7,10%         |
| CRP                                  | 2,13%         |
| KKV kockázati prémium                | 3,20%         |
| Egyéb kockázati prémium              | 2,00%         |
| <b>Saját tőke elvárt hozama</b>      | <b>13,15%</b> |
| Hitelhozam                           | 2,11%         |
| Adókulcs (Magyarország)              | 9%            |
| <b>Hitelektől elvárt hozam</b>       | <b>1,92%</b>  |
| Hitel                                | 35            |
| Saját tőke                           | 100           |
| D/(D+E)                              | 35,11%        |
| <b>Súlyozott átlagos tőkeköltség</b> | <b>9,2%</b>   |

Mindig figyeljünk rá, melyik országban működik a vállalat

# 04

## Konklúzió



## Részesdések értékelése

# A modell (majdnem) mindent elbír, az értékelési munka 99%-ban üzleti terv felülvizsgálat és tőkeköltségbecslés

**Tehát végeztünk, miután megbizonyosodtunk a tervszámok „helyességéről”, valamint a súlyozott átlagos tőkeköltség „pontosságáról”?**

Majdnem...

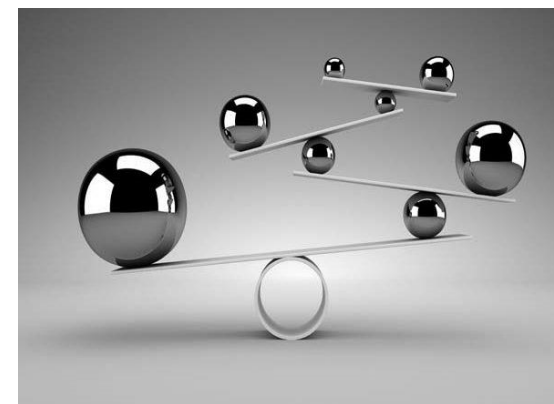
Az eredményül kapott tulajdonosi érték(sáv) egy indikatív adat. Az eredményt – még a részesedés könyv szerinti értékével történő összevetése előtt – érdemes két másik adattal is „összenézni”:

- **Összehasonlító szorzószámokkal** történő cégértékelés, majd tulajdonosi érték számítása - mint a diszkontált cash-flow modell ellenőrzése (lásd: 9-es dia)
- Leányvállalat fordulónapi **saját tőkéjének** egyenlege

Továbbá,

**Nettó adósságállomány** megfelelő értelmezése

- Mindent besoroltunk?
- Fordulónapi egyenleget használtunk?



**Tapasztalat: általában a részesedés könyv szerinti értékénél magasabb eredményt kapunk, alacsonyabb eredmény esetén a terv további vizsgálata, az ügyféllel történő még alaposabb kooperáció szükséges, csak ezt követően merülhet fel az értékvesztés könyvelése.**

Köszönöm a figyelmet!



# Kapcsolat

## Szántó Gergely

Beosztás: Junior Manager

Telefon: +36 30 213 2583

E-mail: [gergely.szanto@mazars.hu](mailto:gergely.szanto@mazars.hu)

Mazars is an internationally integrated partnership, specialising in audit, accountancy, advisory, tax and legal services\*. Operating in over 90 countries and territories around the world, we draw on the expertise of more than 42,000 professionals – 26,000+ in Mazars' integrated partnership and 16,000+ via the Mazars North America Alliance – to assist clients of all sizes at every stage in their development.

\*Where permitted under applicable country laws

[www.mazars.com](http://www.mazars.com)

**mazars**