

Szakértői bizonyítás – Szakértői kompetencia

# A társasági üzletrész értékelése a vagyonjogi perekben

„IV. DEBRECENI ÍTÉLŐTÁBLAI REGIONÁLIS CSALÁDJOGI WORKSHOP„  
2015. június 25.



**CSIRMAZ LÁSZLÓ**

Vagyonértékelő —————

okl. ingatlangazdálkodási szakértő

mobil: 0630 9830 264

email: [csirmi@upcmail.hu](mailto:csirmi@upcmail.hu)

web: [www.igszakerto.com](http://www.igszakerto.com)

# TÉMAKÖRÖK...

## 1. JOGESETI PÉLDÁK, HIVATKOZÁSOK ...

## 2. A SZAKÉRTŐI BIZONYÍTÁS

2.1 A „kompetencia rendelet” ....?

2.2 Cégértékelés és a könyvszakértői kompetencia

2.3 Szakvélemény – Megfelelőség? – Ellenőrizhetőség?

2.4 „Igazságügyi vagyonértékelés” szakterület (jogszabály módosítási javaslat)

## 3. A VÁLLALAT-ÉRTÉKELÉS MÓDSZEREI

3.1 Értékelési alapelvek - Értékkategóriák

3.2 A vállalat értékformái és adatigénye

3.3. Mi is az a bizonyos „diszkontált cash flow”?

3.4 Mi is az a „súlyozott, átlagos tőkeköltség” (WACC)?

3.5 Az érték meghatározás időpontja – Az érték változás figyelembe vétele

## 4. PÉLDÁK A CÉG ÉRTÉKELÉSÉRE

4.1 Mezőgazdasági vállalkozás értékelése

4.2 Szállodaipari vállalkozás értékelése

4.3 Patika értékelése összehasonlító módszerrel

# 1. Jogeseti példák, hivatkozások....

Az ítékezés hatékonysága - az idő, a minőség és a költségek tekintetében - a bíróság mellett a **jogalkotó**, az ügyészek, az ügyvédek, a **szakértők** és az ügyfelek közös felelőssége. (az OBH elnökének nyilatkozata)

## Legfelsőbb Bíróság

Pfv.II.21.267/2008/9.

Pfv.II.21.217/2009/3.

Pfv.II.21.078/2008/8.

Pfv.II.20.529/2010/11.

Pfv.II.20.238/2010/6.

Pfv.II.21.871/2010.

Pfv.II.21.304/2007/6.

Pfv.II.22.135/2009/4.

Pfv.II.21.820/2007/7.

DIT Pf.IV.20.040/2015/11.

DIT Gf.III.30.758/2010/6.

DIT Pf.III.20.253/2009/9.

DIT Pf.III.20.538/2008/7.

GYIT Gf.II.20.162/2011/25.

Debr.JB 16.P.23.072/2001/118.

EBH2000. 209.

EBH2001. 424.

BH2007. 421.

BH2006. 16.

# 1. Jogeseti példák, hivatkozások....

Az ítékezés hatékonysága .....

„Az ügyben **nyolc** szakértő járt el, és **12 szakvélemény** készült. A szakértők eltérő módszereket alkalmaztak, hangsúlyozva: a cégérték megállapításának nincs általánosan elfogadott módszere.” (BH2007. 421)

Az idézett megállapítás a szakirodalmak ismeretének hiányát jelzi, ugyanis a cégértékelés módszerei és az alkalmazható számítási eljárások a szakirodalmakban több-ezer oldal terjedelemben egyértelműen leírásra kerültek.

1. Bélyácz Iván: Befektetés - elmélet
2. Bélyácz Iván: A vállalati pénzügyek alapjai
3. Fazakas Gergely (szerk.): Vállalati pénzügyi döntések
4. Ulbert József: A vállalat értéke Értékpapír értékelés
5. TEGoVA: Európai Értékelési Szabványok
6. Aswath Damodaran: Befektetések értékelése
7. T. Copeland – T. Koller – J. Murrin: Vállalatértékelés
8. Brealey-Myers: Modern vállalati pénzügyek
9. Shannon Pratt: Üzletértékelés

# 1. Jogeseti példák, hivatkozások....

Az ítélkezés hatékonysága [...] minősége

- ✦ Több jogesetben tapasztalható, hogy a szakértő az eszközalapú vagyonérték és a jövedelemalapú hozamérték átlagaként határozta meg egy működő cég piaci értékét.
- ✦ „*a vállalkozás reális és méltányos piaci értékét a szakértőnek az ún. továbbműködési érték és a felszámolási érték figyelembevételével, a két említett érték közül a magasabb értékkel egyezően kell meghatároznia.*” (Kúria (L.B) Pf.II.25.352/2001/5.; Pfv.II.21.078/2008/8. Pfv. II.20.238/2010/6.)
- ✦ Logikailag kizárt az átlagértéket figyelembe venni, mert lehetetlen az, hogy egy céget azonos időszakban felszámoljunk és működtetjük is. A két esemény egy időben kizárt, mert vagy felszámoljuk, vagy működtetjük, ezért egy adott időpontban az érték vagy eszközalapú felszámolási, vagy hozamalapú piaci érték, a két érték bármilyen kombinációja nem lehetséges.

## 2. A SZAKÉRTŐI BIZONYÍTÁS

- # A szakértő a jól megfogalmazott kérdésekre tudományos megalapozottságú és egzakt válaszokat képes adni, amely a szakértői véleményt a legobjektívebb és legfontosabb bizonyítási eszközzé emelte. (Kúria; A szakértői bizonyítás a bírósági eljárásban)
- # Az európai országok többségében a szakértővé válás jogilag szabályozott folyamat keretében történik, amelynek során alapvető feltétel a szakirányú diploma megszerzése, de sehol nem követelnek meg második diplomát. (Kúria; A szakértői bizonyítás a bírósági eljárásban)
- # A szakértői vélemény, mint bizonyítási eszköz bizonyító ereje magas, ezért ahol alkalmazzák, ott döntő mértékben meghatározza a kereseti kérelem teljesítésének a lehetőségeit. (Kúria Összefoglaló vélemény)

# 2. A SZAKÉRTŐI BIZONYÍTÁS

## 2.1 A „kompetencia rendelet”

- + Valami nincs rendben az igazságügyi szakértés körül, ennek pedig egyik meghatározó gyökere a sok esetben alkalmatlan, korszerűtlen, hibás jogi környezet. (Agárdi T. A MISZK elnöke)
- + A szakértővé válás nem lehet a megfelelő végzettséggel és szakmai gyakorlati idővel rendelkező, az objektív, lényegében csak a formai követelményeknek megfelelő szakemberek alanyi joga. **A jelenlegi szabályozás mellett a szakértő szakmai hiányosságainak a felismerhetősége a bírósági kirendelések alapján válik realitássá.** (Kúria A szakértői bizonyítás ..... 46. oldal dr. Wirth Béla)
- + .....csak egy példa „kompetencia rendelet”

C) Igazságügyi szakértői szakterületek és az azokhoz kapcsolódó képesítési feltételek **lakásügyi és idegenforgalmi területeken**

 Szakterület megnevezése

Képesítési feltétel



ingatlanszakértői szakon szerzett egyetemi szakmérnök vagy ingatlangazdálkodási szakértő vagy az OKJ-ben szereplő ingatlanközvetítő szakképesítés és  
a) okleveles építészmérnök vagy  
b) okleveles építőmérnök vagy

1. ingatlan-értékbecslés

# 2. A SZAKÉRTŐI BIZONYÍTÁS

## 2.1 A „kompetencia rendelet”

Tehát igazságügyi szakterületek **LAKÁSÜGYI TERÜLETEN**

A jogi szabályozást nyelvtanilag nem lehetséges másként értelmezni csak úgy, hogy az igazságügyi ingatlan-értékbecslő szakértői kompetencia másra nem terjedhet ki, mint a lakás és lakóház értékelésére. Ugyanis a lakásügyhöz az ingatlanok döntő többsége nem sorolható!

Ezt az értelmezést a képesítési követelmények – alapfokú ingatlanközvetítői képesítés és építészmérnöki végzettség – a legteljesebb mértékben alátámasztják. (az említett végzettségekkel szállodát, ipari ingatlant stb. értékelni?)

Aki pedig igazságügyi szakértőként más típusú ingatlant értékel, például ipari vagy kereskedelmi ingatlanokat, szállodát, benzinkutat, vagy bármi más típusú ingatlant, az minden bizonnyal ezt igazságügyi szakértőként jogosulatlanul teszi és etikai vétséget követ el.

(MISZK Etikai kódex 4. § Szakterületen kívüli eljárás tilalma)



## 2. A SZAKÉRTŐI BIZONYÍTÁS

### 2.2 Cégértékelés és a könyvszakértői kompetencia ?

- ✚ Az ombudsmani jelentés felhívja a figyelmet arra, hogy;  
„*az eljárások elhúzódását sok esetben a nem megfelelő szakértő kiválasztása, esetleg a kompetens szakértő hiánya okozza/okozhatja.*  
„[...] *a szakértő kiválasztásánál a szakmai szempontok érvényesülése nem szorulhat háttérbe.*” AJB-7766/2013. számú jelentés (2. és 21. oldal)
- ✚ Különböző érdekek mentén a könyvszakértői kompetenciába nem lehet belemagyarázni és nem kellene beleerőltetni egy vállalkozás piaci értékmeghatározására való képességet és alkalmasságot.
- ✚ a könyvszakértők képesítési követelményei (könyvvizsgálói képesítés = felsőfokú végzettség + jogi, adózási, vezetési, 140 óra + közgazdasági-pénzügyi 60 óra és számvitel-könyvvizsgálat ismeretek 314 óra összesen 514 óra) nem írják elő a cégértékeléshez szükséges szakirodalmi ismeretek alapszintű elsajátítását sem.

## 2. A SZAKÉRTŐI BIZONYÍTÁS

### 2.2 Cégértékelés és a könyvszakértői kompetencia ?

- ✚ Az elemezett jogesetek egyértelműen bizonyítják, hogy néhány eset kivételével könyvszakértő kerül kirendelésre, annak ellenére, hogy nem a könyvszerinti értéket, hanem a cég piaci értékét kell meghatározni.
- ✚ **A kompetencia vonatkozásában** azt szükséges kiemelni, hogy a vállalat értékformáinak – legyen az például piaci, felszámolási vagy bármely érték – meghatározása nem különböző szakkérdés.
- ✚ A Kúria számos eseti döntésben rámutatott arra, hogy a számviteli alapú vagyonértékelés nem alkalmas a vállalat piaci, vagy üzleti értékének meghatározására.

## 2. A SZAKÉRTŐI BIZONYÍTÁS

### 2.2 Cégértékelés és a könyvszakértői kompetencia?

Ha nem könyvszerinti értéket, hanem piaci értéket kell meghatározni, akkor miért könyvszakértő kirendelése lehet indokolt?

Ha vannak, márpedig nehezen képzelhető el olyan cég, amelynek ne lennének immateriális javai, akkor ezeket ki, és milyen képesítéssel fogja értékelni? Például a humántőke, a márkanév, a belépési korlátokat felállító és versenyelőnyöket biztosító jogszabályok, vagy a komparatív előnyök megléte jelentős immateriális vagyon, de mérlegen kívüli tételek, ennek ellenére fontos értékmérő tényezők.

könyvvizsgálói tevékenységről szóló törvény 3. § (2) bekezdésének a) pontja – *a jogszabályi kötelezettségen alapuló könyvvizsgálói tevékenységen kívül egyéb szakmai szolgáltatásként a bejegyzett könyvvizsgáló jogosult a gazdálkodó működésének átvilágítására, értékelésére* – sem alapozhatja meg a cég piaci érték szempontú értékelését.

## 2. A SZAKÉRTŐI BIZONYÍTÁS

### 2.3 Szakvélemény - Megfelelőség?

„Igaz az az állítás, hogy a bírák számára a helyes bírói ítélet az a döntés, amelyet a többi bíró hozna ugyanabban az ügyben.”

(Kőrös – Wellmann: Javaslatok a jogegység biztosítása fórum- és eszközrendszerének az átalakítására Magyar Jog 2011/5. 257-265.)

Jogegység – Egységes szakmagyakorlás

Egységes szakmagyakorlás – Igazságügyi szakértés – Módszertani levél?

„Szakterületenként a szakértői kamaráknak egységes módszertant és szakmai elvárásokat kell megfogalmazniuk.” (AJB-7766/2013. számú jelentés 11. oldal)

„Mivel a szakértő szakmai szempontból a jelen rendszerben gyakorlatilag ellenőrizhetetlen, ezért kiemelten fontos, hogy ebben a törékeny felállásban milyen mértékben érvényesülnek a felelősségre vonás egyéb lehetőségei.”

(AJB-512/2013. számú jelentés 11. oldal)

## 2. A SZAKÉRTŐI BIZONYÍTÁS

### 2.3 Szakvélemény - Ellenőrizhetőség?

- ✚ a különleges szakértelmet igénylő tény megítélését tartalmazó **szakvélemény, mint bizonyítási eszköz értékelése a különleges szakértelemmel nem rendelkező bíróság feladata.** Ez paradox helyzetet idéz elő, amely sajátos értékelési technikát igényel. Következésképp a szakértők eljárásjogi jelentőségével párhuzamosan emelkedik a bírói felkészültség szükségessége. (Grósz)
- ✚ Véleményem szerint hazánkban jelenleg a bírónak kevés iránymutatása van ahhoz, hogy az elfogadhatóság kérdésében dönteni tudjon. **(utalnék a módszertani levelek hiányára)**

## 2.4 Igazságügyi vagyonértékelés szakterület

Javaslat a vagyonelemek értékelésével összefüggő igazságügyi tevékenységek egységes és átfogó szabályozására

### Szakágak megnevezése

1. Ingatlanok (~ 80 ingatlan kategória)
2. Gépek, berendezések és eszközök
3. Vagyon értékű jogok és immateriális javak
4. **Vállalkozások, üzletrészek és értékpapírok**
5. Állatállomány és mezőgazdasági termények
6. Műtárgyak, ékszerek és drágakövek

Az igazságügyi vagyonértékelő tevékenység multidiszciplináris alapismeretekre alapozva, az európai értékelési szabványok által meghatározott fogalmak, módszerek és eljárások alkalmazásával a különböző vagyonelemek értékformáinak – általában és leggyakrabban a piaci értéknek – meghatározására irányul.

# Az igazságügyi vagyonértékelés képesítési követelményei (javaslat)

4. vállalkozások, üzletrészek és értékpapírok
- a) felsőoktatásban szerzett végzettség és
  - b) emeltszintű, szakirányú szakvizsga

Az igazságügyi vagyonértékelés szakterület szakágainak (ingatlanértékelés, cégértékelés stb.) jogosultságát kiemelten a szaktudás, szakismeret, illetve az eddigi tevékenység (szakvéleményekkel alátámasztva) felmérésével, modul rendszerű kötelező képzéssel és emeltszintű, szakirányú szakvizsgához kötötten kellene meghatározni. A jogosultságot öt év időtartamban megszabni, a további jogosultság engedélyezését pedig – az egyéb szakterületekhez hasonlóan – szakmai továbbképzéshez, illetve évenkénti kredit pont megszerzéséhez kötni.

# 3. A VÁLLALAT-ÉRTÉKELÉS MÓDSZEREI

- + A vagyonelemek értékmeghatározása a szakirodalmak ajánlásai szerint általában három különböző módszerrel történhet;
- + **Jövedelemalapú értékelési módszer** (alkalmazott formája a direkt jövedelemtőkésítés módszer és a diszkontált cash flow DCF elemzés módszer)
- + **Relatív értékelési módszer** (alkalmazott formája a piaci összehasonlító adatok elemzésén alapuló módszer)
- + **Költségalapú értékelési módszer** (alkalmazott formája a pótlási költséganalízis módszer)



# ...és egy „magyar” módszer

- 1) KÖLTSÉGMÓDSZER (COST APPROACH);
- 2) PIACI MÓDSZER; (MARKET APPROACH)
- 3) DIREKT TŐKÉSÍTÉS MÓDSZERE; (1 év cash flow elemzése);
- 4) DISZKONTÁLT CASH FLOW MÓDSZERE;( több év cash flow elemzése)
- 5) 5-IK MÓDSZER (iparági összehasonlító adatok szerinti kombinált módszer)

Ugyan minden rendelkezésre áll, de a szakértő a hasára ütve határozza meg az értéket...



**STOMACH APPROACH**

Forrás: Márkus László MRICS

# .....egy példa a „magyar” módszerre

## Összehasonlító adatok:

1. H....., ..... úton, 1167 m<sup>2</sup>-es telken épült, 120 m<sup>2</sup> hasznos alapterületű lakás, 35 m<sup>2</sup>-es garázs 23,5 M Ft vételárért került értékesítésre. Az ingatlan lakóépülete kifogástalan állapotban van.
2. H....., ..... u. l1/a. szám alatt kétszintes, kb 570 m<sup>2</sup> telekkel rendelkező az 1970-es években épült, két lakásként használt családi ház központi fűtéssel 14,6 M Ft-ért került értékesítésre. Az épület jó állapotban van, a fürdő közelében található.
3. H....., ..... utcában, az 1250 hrsz. alatt nyilvántartott, 451 m<sup>2</sup> telekkel rendelkező 110m<sup>2</sup>-es hasznos alapterületű lakóépülettel és 21 m<sup>2</sup>-es garázzsal rendelkező ingatlan 19,2 M Ft vételárért került eladásra.
4. H....., Árpád utcában, 100 m<sup>2</sup>-es hasznos alapterületű sorház 13 m<sup>2</sup>-es garázzsal, telekhányaddal 13,5 M Ft vételárért került eladásra. Az épületben kialakított lakás 3 szoba, összkomfortos.

## AZ INGATLAN FORGALMI ÉRTÉKÉNEK MEGÁLLAPÍTÁSA

A H....., ..... szám alatti ingatlan jelenlegi beköltözhető forgalmi értékét, jelenlegi állapotában: **16 500 000 Ft-ban azaz, Tizenhatmillió - ötszázezer forintban állapítom meg.**

# 3. A VÁLLALAT-ÉRTÉKELÉS MÓDSZEREI

## 3.1 Értékelési alapelvek

- ✚ **Soha sem önmagát az ingatlant értékeljük**, hanem az ott végzett **jövedelemtermelő, gazdasági tevékenység** komplex értékelését végezzük. Egy földterület, vagy egy épület önmagában semmit nem ér, a hasznosíthatóság, (**highest and best use analysis**) azaz a hasznok szedése által válik értékessé és értékelhetővé.
- ✚ Az értékelési modellek egyetemlegesek, nem kategória függő és nem piachoz kötött. Minden pénzügyi és reáleszköz, vagy bármilyen immateriális eszköz, (vagyon értékű jogok) értékelési módszerei azonosak, eltérés csak és kizárólag az input adatok vonatkozásában van.
- ✚ Bármennyire meglepő, **de a leglényegesebb**, hogy egy több milliárd forint értékű szálloda azonos alapelvek szerint értékelendő, mint bármilyen működő vállalkozás, vagy mint egy 50 éves tölgyerdő.

# 3. A VÁLLALAT-ÉRTÉKELÉS MÓDSZEREI

## 3.1 Értékkategóriák

- ✚ Használati érték
- ✚ Költségalapú érték (Műszaki érték)
- ✚ Üzleti érték
- ✚ Felszámolási érték
- ✚ Likvidációs érték
- ✚ Továbbműködési érték (going concern value)
- ✚ Könyvszerinti érték
- ✚ **PIACI (FORGALMI) ÉRTÉK (vs. PIACI ÁR)**

# 3. A VÁLLALAT-ÉRTÉKELÉS MÓDSZEREI

## 3.1 Értékkategóriák - A piaci érték

- ✚ Az Alkotmánybíróság a tulajdonhoz való jog lényeges tartalmát a tulajdon értékének biztosításában, azaz az értékgaranciában ragadta meg. (64/1993. (XII. 22.) számú AB. Határozat)
- ✚ Bármely **korlátlanul forgalomképes** dolgon fennálló tulajdonjog különböző okokból történő megszűnésének egyenértékű ellentételezése kizárólag a piaci értéket megjelenítő összeg alapján történhet. Ugyanis a piaci értékhez a tulajdonjog elválaszthatatlanul kötődik, ahhoz annak szelvényjogai, köz és magánjogi korlátai fűződnek. (saját definíció)

# 3. A VÁLLALAT-ÉRTÉKELÉS MÓDSZEREI

## 3.1 Értékkategóriák - A piaci érték

+ **PIACI ÉRTÉK** EVS 2009 3.1 pontja szerint:

+ „az a becsült összeg, amelyért az értékelés napján az ingatlan gazdát cserélhet egy hajlandóságot mutató vevő és egy hajlandóságot mutató eladó között megfelelő marketingtevékenységet követő tranzakció keretében, ahol a felek tájékozottan, körültekintően és kényszer nélkül jártak el.”

+ A definíció minden egyes szavának kiemelt jelentősége van, a különböző meghatározások - beleértve az itt nem részletezetteket is - lényegüket tekintve azonban azonos fogalmat határoznak meg a forgalmi érték megnevezéssel.

# 3. A VÁLLALAT-ÉRTÉKELÉS MÓDSZEREI

## 3.2 A vállalkozás értékformái

**A cég piaci értéke** = a működésbe befektetett részvénytőke piaci értékének és a kölcsöntőke piaci értékének az összege. Egy vállalat piaci értéke és **diszkontált cash flow-ja** között rendkívül erős korreláció van. A diszkontált pénzáramláson alapuló érték sokkal inkább megfelel a vállalat piaci értékének, mint bármely más mutatószám.

**A cég felszámolási értéke** = a vállalkozás vagyontárgyainak értékesítéséből várható pénzbevételek és a fennálló kötelezettségek különbsége, csökkentve a felszámolás költségeivel. A felszámolási érték nem határozható meg a számviteli nyilvántartások alapján, tekintve, hogy az eszközök értékelése nem könyvszerinti, hanem aktuális piaci értéken történik. Ha az értékesítésből befolyt összeg és az értékelés időpontja között hosszabb idő (több év) telik el, akkor a várható bevételeket diszkontálni kell az értékesítés kockázatának megfelelő rátával.

**A cég könyvszerinti értéke** = eszközök – kötelezettségek – passzív elh. = saját tőke + céltartalék Nem értékelés eredménye, tehát különösebb szakértelem nélkül a mérleg adatokból néhány alapvető matematikai művelettel közvetlenül meghatározható.

**A cég üzleti értéke (belső értéke)** = a jövőbeni pénzáramlások tőkeköltséggel diszkontált jelenértékén alapuló, adott várakozások figyelembevételével, szakértő által számított érték, amely a piaci érték mozgás-centrumának tekinthető. Ebből következően nem mindig egyezik meg a piaci árral, és ezt alapvetően az információhiány okozza. (a piacnak, vagy a szakértőnek nincs kellő információja) De az eltérés csak rövidtávon létezik, hosszú távon megegyeznek.

## 3.2 A cégértékelés adatigénye

Alapvetően a cég létszakaszának megfelelő értékformától függ

- pl. ♦ piaci érték, (működési létszakaszban)
- ♦ felszámolási érték, (megszűnés esetén)
- ♦ könyvszerinti érték (induló vállalkozások)

..... KFT.	Év végi történeti adatok						
EREDMÉNYKIMUTATÁS	0	1	2	3	4	5	6
(ezer HUF)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Értékesítés nettó árbevétele	1.370.899	1.295.895	1.634.702	492.097	1.619.116	2.129.327	1.912.026
Aktivált saját teljes ítmények értéke	0	0	0	1.230	0	0	0
Egyéb bevételek	24.029	5.581	99.292	31.839	22.226	40.241	85.994
Közvetlen költségek anyagjellegű ráfordítások	1.009.405	1.150.156	1.373.412	373.219	1.139.297	1.606.679	1.618.413
Személyi jellegű ráfordítások	117.286	55.289	64.650	68.786	139.011	81.573	90.428
Értékcsökkenési leírás	21.299	32.984	71.087	78.307	75.677	63.720	62.141
Egyéb ráfordítások	20.361	13.685	41.359	14.965	18.092	25.136	16.677
<b>ÜZEMI TEVÉKENYSÉG EREDMÉNYE</b>	<b>226.577</b>	<b>49.362</b>	<b>183.486</b>	<b>-10.111</b>	<b>269.265</b>	<b>392.460</b>	<b>210.361</b>



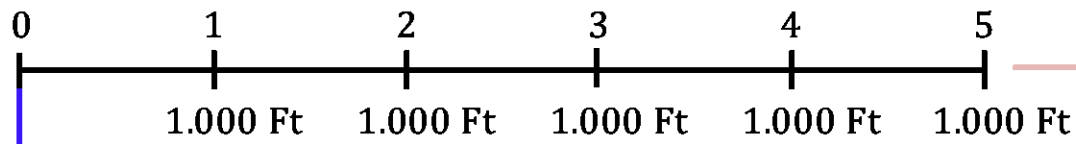
# 3. A VÁLLALAT-ÉRTÉKELÉS MÓDSZEREI

## 3.3 Mi is az a bizonyos Diszkontált Cash Flow?

- ✚ Jelenértékre számított jövőbeni pénzáramlás.
- ✚ A DCF megközelítés egy közgazdasági modell, ez az egyetlen olyan módszer, amely hibátlan elméleti alapokon nyugszik.
- ✚ A legtokéletesebb módon tükrözi bármilyen reál eszköz eladójának és potenciális vevőjének gondolkodását és a piaci ár kialakulását. *A vásárló nem a vállalat múltját, hanem a jövőjét fizeti meg*
- ✚ A DCF előnye, hogy független a számviteli elszámolási módszerektől, jövőorientált, nem egyetlen év adatain alapul, kezeli a vállalat olyan egyedi jellemzőit, mint a tőkeköltség, a kockázat, a szokásos és rendkívüli tételek és a vállalat tőkeáttétele, valamint számol a pénz időértékével is.

# Jelenértékre számított jövőbeni pénzáramlás.

DISZKONTÁLT CASH FLOW (év végén esedékes 1.000 forint jelenértéke)



$$\frac{1.000}{(1 + 0,05)^1} = 952,38$$

$$\frac{1.000}{(1 + 0,05)^2} = 907,03$$

$$\frac{1.000}{(1 + 0,05)^3} = 863,84$$

$$\frac{1.000}{(1 + 0,05)^4} = 822,70$$

$$\frac{1.000}{(1 + 0,05)^5} = 783,53$$

$$V_0 = \sum_{t=1}^{n=5} CF \left[ \frac{1}{(1+r)^t} \right]$$

**JÖVŐÉRTÉK**

$$FVA_n = CF \left[ \frac{(1+r)^n - 1}{r} \right]$$

CF = 1000  
r = 5%  
n = 5

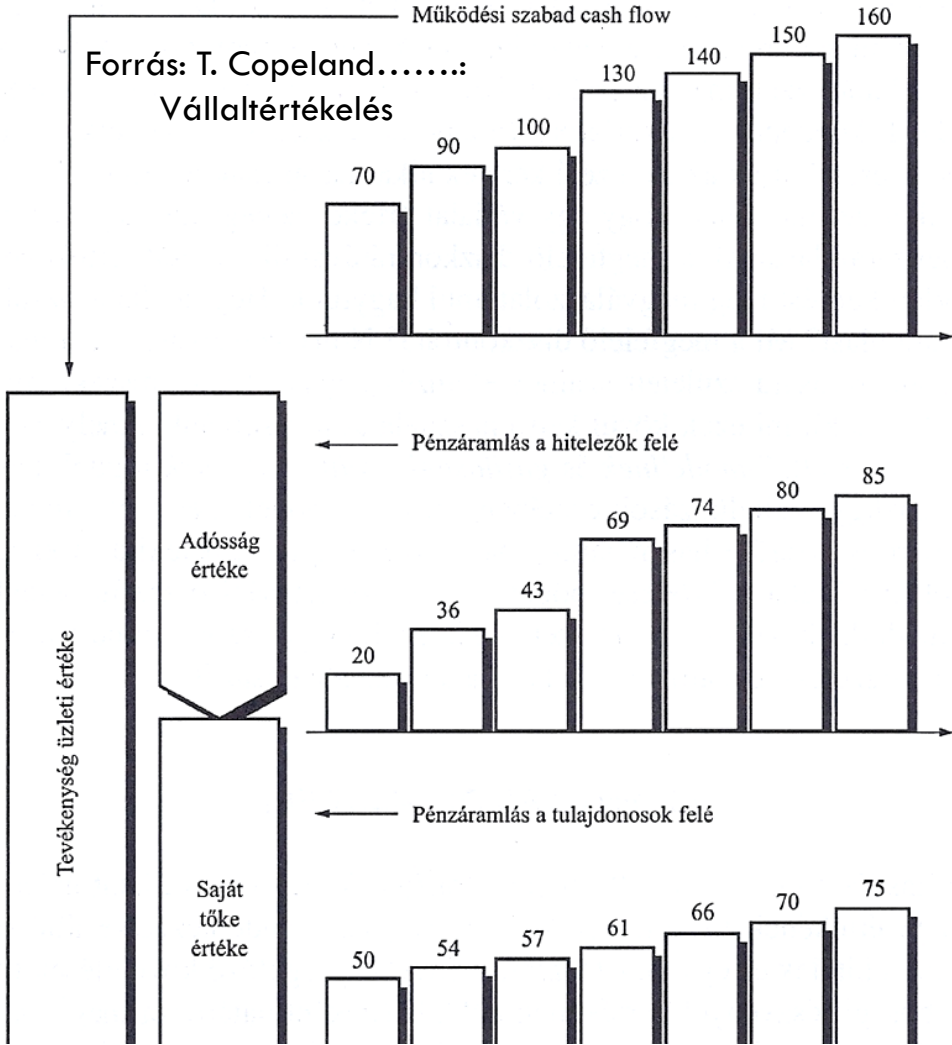
(1+r)^n = 1,2763  
0,2763

**FVA = 5.525,63**

Jelenérték (PV) **4.329,48**

$$PV(\text{annuitás})_n = CF \left[ \frac{1 - \left[ \frac{1}{(1+r)^n} \right]}{r} \right] = 0,21647 = \mathbf{4.329,48}$$

# 3.3 Mi is az a bizonyos Diszkontált Cash Flow?



A különböző vállalatértékelési módszerek alkalmazásának gyakorisága Németországban

Módszer megnevezése	Abszolút gyakoriság	Relatív gyakoriság (százalék)
Statikus mutatószámok	32	60
Könyv szerinti érték	1	2
Számveteli eredményre alapozott hozamérték	14	26
<b>DCF-módszerek</b>	<b>31</b>	<b>58</b>
<b>Kombinált eljárások</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
EVA	2	4
A megkérdezett minta mérete	53	100

Forrás: Dittmann–Maug–Kemper [2002].

A nemzetközi szakirodalomban fellelhető kutatási eredményeket összefoglalva bizonyos, hogy a vállalatértékelési eljárások közül a hozamérték, azon belül elsősorban a **DCF módszerek** élveznek kiemelt figyelmet.

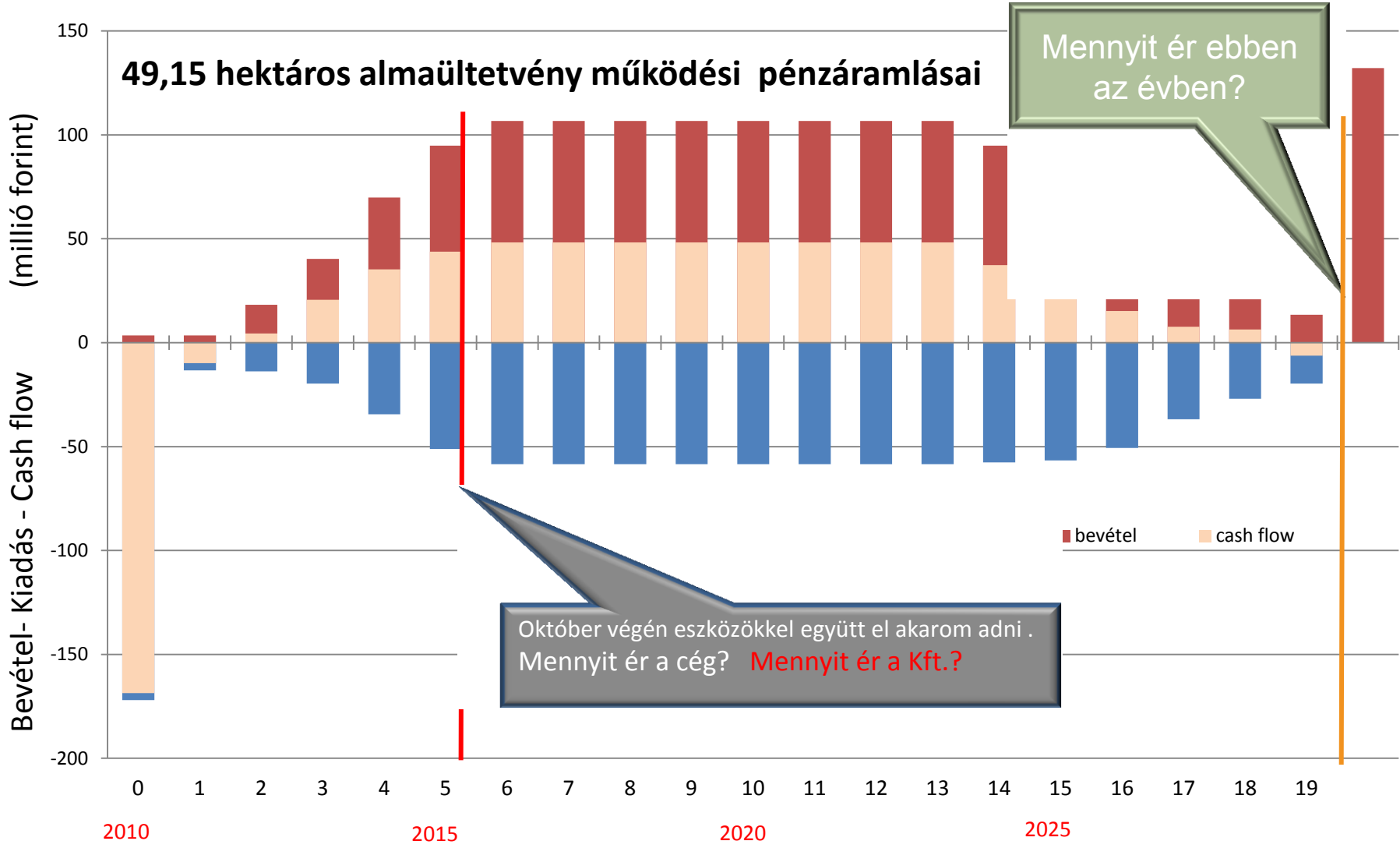
**TEVÉKENYSÉG ÜZLETI ÉRTÉKE**

A DCF egy időbeli mérleget állít fel a jelen és a jövő között...

Hány modell kell ?



# 3.3 Mi is az a bizonyos DISZKONTÁLT CASH FLOW?



### 3.4 Mi is az a **SÚLYOZOTT, ÁTLAGOS TŐKEKÖLTSÉG?**

A cég működésének finanszírozása (optimális tőkeszerkezet)

Részvénytőke + Kölcsöntőke

Kiindulási alap a „kockázat mentes” kamatláb ( $r_f$ )

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
<b>10 éves kötvények átl. ref. hozamai</b>	8,13%	6,59%	7,14%	6,75%	8,29%	9,16%
<b>Jegybanki alapkamat (év végén)</b>	9,50%	6,00%	8,00%	7,50%	10,00%	6,25%
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>10 éves kötvények átl. ref. hozamai</b>	7,39%	7,73%	7,73%	5,99%	4,75%	3,11%
<b>Jegybanki alapkamat (év végén)</b>	5,75%	7,00%	5,75%	3,00%	2,10%	1,65%

Minden befektetés kockázatos, tehát a hozam elvárások magasabbak, mint az államkötvények (kincstárjegyek) hozamai.

**Minél kockázatosabb egy befektetés, annál magasabbak a hozam elvárások!**

# WACC - Weighted Average Cost of Capital

## SÚLYOZOTT ÁTLAGOS TŐKEKÖLTSÉG

Részvénytőke költsége  $r_e = r_f + \beta * (r_m - r_f)$

kockázatmentes  
hozam

A piaci kockázat mértéke

Kockázati  
prémium

Kölcsöntőke költsége  $r_d = r_f + \text{kockázati prémium}$

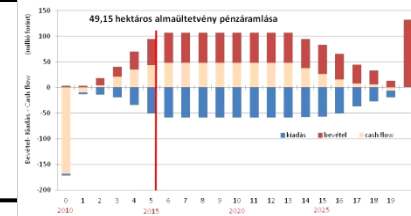
70%

30%

WACC = (súlyarány) x részvénytőke költsége + (súlyarány) x kölcsöntőke költsége

# 3.5 Az értékmeghatározás időpontja

## Az értékváltozás figyelembe vétele



- ✚ a változó körülmények két időpont között az értékek drámai változását eredményezhetik,
- ✚ „a közös vagyon **megosztásakori** érték alapulvétele indokolt akkor, ha a tag házastárs a társaságban semmiféle személyes tevékenységet nem végez, a társaság tevékenységének a nyereséges vagy veszteséges volta e tevékenységgel szükségképpen a felek tevékenységén és mulasztásán kívül álló okokra vezethető vissza.”
- ✚ „az életközösség **megszűnésekori** érték alapulvétele indokolt akkor, ha a tag házastárs a társaságban személyes tevékenységet végez, és a társaság tevékenységének a nyereséges vagy veszteséges volta e tevékenységgel szükségképpen vagy valószínűsíthetően összefüggésben áll.” [Csúri Éva: *Értékpapírok és társasági részesedések a házassági vagyonjogban* HVG-Orac Kft. Kiadó 2000 (340. oldal 2.3 pont)]
- ✚ „A vagyonközösség megszűnésétől **a közös vagyon megosztásáig terjedő időben bekövetkezett értékváltozást figyelembe kell venni**, kivéve, ha az az egyik házastárs magatartásának az eredménye.” [Ptk. 4:60. § (1) bekezdés]
- ✚ működési létszakaszban levő társaságok értékében bekövetkezett változások kizárólag a hozamalapú DCF módszer alkalmazásával vehetők figyelembe.



# 4. PÉLDÁK A CÉG ÉRTÉKELÉSÉRE

## 4.1 Mezőgazdasági vállalkozás értékelése

### GYÜMÖLCS ÜLTETVÉNY ALAP ADATAI

Cég név:	XY ALMA Kft.	
Település	Szakoly hrsz.:	
Terület:	méret:	49,15 ha
Fajta:	Jonagold, Jonagored	
Műv.mód:	szuper intenzív	
Térállás:	4x1	4 m <sup>2</sup>
Tőszám:	2500 tő/ha	
Ter.alap.tám.	70.000 Ft/ha	
Ért.ár étk./ip.	65	15 Ft/kg
Telepítés költsége:	3.500 eFt/ha	



# 4.1 Mezőgazdasági vállalkozás értékelése

## Alma ültetvény Diszkontált Cash Flow Analízise

2016. január 1. időponti  
piaci érték

Évek	No.	NOI (Nettó Működési Bevétel)	D. Faktor 10,00%	Diszkontált Cash Flow	Kum. NPV	2016. január 1. időponti piaci érték			PIACI ÉRTÉKEK
						No.	D. Faktor 10,00%	DCF	
2010	0	-168.585	1,00000	-168.585	-168.585				
<b>2011</b>	1	-9.830	0,90909	-8.936	-177.521				<b>268.942.384</b>
2012	2	4.424	0,82645	3.656	-173.865				
2013	3	20.643	0,75131	15.509	-158.356				
2014	4	35.324	0,68301	24.127	-134.229				
2015	5	43.768	0,62092	27.177	-107.052				
<b>2016</b>	6	48.192	0,56447	27.203	-79.849	1	0,90909	43.811	<b>319.725.164</b>
2017	7	48.192	0,51316	24.730	-55.120	2	0,82645	39.828	
2018	8	48.192	0,46651	22.482	-32.638	3	0,75131	36.207	
2019	9	48.192	0,42410	20.438	-12.200	4	0,68301	32.915	
2020	10	48.192	0,38554	18.580	6.380	5	0,62092	29.923	
<b>2021</b>	11	48.192	0,35049	16.891	23.271	6	0,56447	27.203	<b>233.724.361</b>
2022	12	48.192	0,31863	15.355	38.626	7	0,51316	24.730	43.811
2023	13	48.192	0,28966	13.959	52.586	8	0,46651	22.482	39.828
2024	14	37.280	0,26333	9.817	62.403	9	0,42410	15.810	36.207
2025	15	26.369	0,23939	6.313	68.715	10	0,38554	10.166	25.463
									16.373
									161.681

maradványérték kalkuláció	föld ért.em.	5%				
	föld értéke	102.179	24.461	80.060	30.867	62.729
	eszk. értéke	30.000	7.182	15.000	5.783	9.314

gazdaságossági mutatók	IRR = 14,80%
	NPV = 68.715

**A PIACI ÉRTÉK JÖVŐORIENTÁLT KONCEPCIÓ !**

# 4.1 Mezőgazdasági vállalkozás értékelése

A cég jövedelemalapú értéke 2016. 01.01. időpontban = ~ **320 millió Ft**

Mennyi a cég költségalapú értéke?

A földterület piaci értéke =  $49,15 \times 1$  = ~ 50 millió forint

A gépek – eszközök költségalapú értéke = ~ 30 millió forint

Az ültetvény telepítési költsége =  $49,15 \times 3,5$  = ~ 175 millió forint

A cég költségalapú értéke =  $50 + 30 + 175$  = **255 millió forint**

**Miért kevesebb a cég költségalapú értéke?**

A vállalat nem egyszerű vagyonhalmaz, a vállalat sokkal több, mint a működéséhez felhalmozott eszközök összessége. Ennek legfőbb oka az, hogy a vállalkozás jövedelemtermelő képességgel rendelkezik. A vagyonelemek egymás teljesítményét (jövedelemtermelő képességét) növelő kölcsönhatása révén, többnyire összefüggő rendszert alkotnak, ez az ún. szinergiahatás. A működési létszakaszban lévő vállalkozás az alkotóelemek „élő” rendszereként értelmezhető.

# 4. PÉLDÁK A CÉG ÉRTÉKELÉSÉRE

## 4.2 Szállodaipari vállalkozás értékelése (historikus adatok)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Értékesített szobák száma	91.542	97.966	110.814	114.026	115.632	117.238
<b>BEVÉTELEK (000.000 HUF)</b>						
Szobák	2.371	2.332	2.789	3.112	3.336	4.107
Apartmanok	181	172	215	236	242	
Étel - Ital és Egyéb	1.712	1.655	1.751	1.882	1.908	2.005
<b>Összes árbevétel</b>	<b>4.265</b>	<b>4.159</b>	<b>4.755</b>	<b>5.230</b>	<b>5.486</b>	<b>6.112</b>
F&B (bev 25 %-a)	1.066	1.040	1.189	1.307	1.371	1.528
Egyéb	646	615	562	574	537	477
Egy értékesített szobára jutó F&B bevétel (Ft)	11.646	10.614	10.727	11.466	11.861	13.033
Egy értékesített szobára jutó egyéb bevétel (Ft)	7.060	6.279	5.076	5.038	4.640	4.072
Egy szobára jutó éves F&B	2,42	2,36	2,70	2,97	3,12	3,47
<b>Szobák (hotel)</b>						
<b>Foglaltsági ráta (%)</b>	57%	61%	69%	71%	72%	73%
<b>Átlagos napi szobaár (ADR) (Ft)</b>	27.880	25.563	27.106	29.359	30.942	35.029
RevPAR (Ft)	15.891	15.593	18.703	20.845	22.278	25.571
Bruttó profit (GOP) (Ft'000)	1.347	1.098	1.494	1.593	1.654	1.894
<b>Bruttó profit bevétel %-ában (GOP)</b>	31,6%	26,4%	31,4%	30,5%	30,2%	31,0%

# 4.2 SZÁLLODA EXCEL ÉRTÉKELŐ TÁBLÁZATA

A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L	M	N	O	P
	('000.000 HUF)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020							
		1	2	3	4	5	stab	7							
	Szobák száma:	440	440	440	440	440	440	440							
	Működési napok száma:	365	365	365	365	365	365	365							
	Értékesített szobák száma:	111.841	112.959	114.617	116.066	116.821	116.328	116.328							
	Foglaltsági mutató:	69,6%	70,3%	71,4%	72,3%	72,7%	72,4%	72,4%							
	ADR (Average Daily Rate) <b>nettó</b> :	32.660	34.418	35.450	35.775	36.669	37.586	38.525							
	RevPAR:	22.744	24.208	25.300	25.855	26.673	27.225	27.905							
	ADR növekedési ráta:		5,38%	3,00%	0,92%	2,50%	2,50%	2,50%							
<b>BEVÉTELEK</b>			bev.%	bev.%	bev.%	bev.%	bev.%	bev.%							
Szobák	3.653	64%	3.888	64,9%	4.063	65,0%	4.152	63,9%	4.284	63,2%	4.372	62,5%	4.482	63,1%	
Étel és Ital	1.292	23%	1.318	22,0%	1.388	22,2%	1.465	22,5%	1.536	22,7%	1.592	22,8%	1.592	22,4%	
Egyéb bevétel	766	13%	782	13,1%	801	12,8%	882	13,6%	961	14,2%	1.032	14,8%	1.032	14,5%	
<b>Összes bevétel</b>	<b>5.710</b>	<b>100%</b>	<b>5.987</b>	<b>100%</b>	<b>6.252</b>	<b>100%</b>	<b>6.499</b>	<b>100%</b>	<b>6.781</b>	<b>100%</b>	<b>6.997</b>	<b>100%</b>	<b>7.106</b>	<b>100%</b>	
<b>EGYSÉGENKÉNTI KÖLTSÉGEK</b>															
Szobák	913	25,0%	972	25,0%	1.016	25,0%	1.038	25,0%	1.071	25,0%	1.115	25,5%	1.143	25,5%	
Étel és Ital	840	65,0%	856	65,0%	902	65,0%	952	65,0%	998	65,0%	995	62,5%	995	62,5%	
Egyéb bevétel költségei	230	30,0%	234	30,0%	240	30,0%	265	30,0%	288	30,0%	305	29,5%	305	29,5%	
<b>Összes egységenkénti költség</b>	<b>1.983</b>	<b>34,7%</b>	<b>2.063</b>	<b>34,5%</b>	<b>2.158</b>	<b>34,5%</b>	<b>2.255</b>	<b>34,7%</b>	<b>2.358</b>	<b>34,8%</b>	<b>2.415</b>	<b>34,5%</b>	<b>2.442</b>	<b>34,4%</b>	
<b>EGYSÉGENKÉNTI PROFIT</b>	<b>3.728</b>	<b>65,3%</b>	<b>3.924</b>	<b>65,5%</b>	<b>4.094</b>	<b>65,5%</b>	<b>4.244</b>	<b>65,3%</b>	<b>4.423</b>	<b>65,2%</b>	<b>4.582</b>	<b>65,5%</b>	<b>4.664</b>	<b>65,6%</b>	
<b>NEM OSZTHATÓ KÖLTSÉGEK</b>															
Adminisztratív és általános	628	11,0%	659	11,0%	688	11,0%	715	11,0%	746	11,0%	770	11,0%	782	11,0%	
Értékesítés és Marketing	257	4,5%	269	4,5%	281	4,5%	292	4,5%	305	4,5%	315	4,5%	320	4,5%	
Ingatlan üz. és karbantartás	428	7,5%	449	7,5%	469	7,5%	487	7,5%	509	7,5%	525	7,5%	533	7,5%	
Energia költségek	571	10,0%	599	10,0%	625	10,0%	650	10,0%	678	10,0%	700	10,0%	711	10,0%	
<b>Összes nem osztható költség</b>	<b>1.884</b>	<b>33,0%</b>	<b>1.976</b>	<b>33,0%</b>	<b>2.063</b>	<b>33,0%</b>	<b>2.145</b>	<b>33,0%</b>	<b>2.238</b>	<b>33,0%</b>	<b>2.309</b>	<b>33,0%</b>	<b>2.345</b>	<b>33,0%</b>	
<b>BRUTTÓ PROFIT (GOP)</b>	<b>1.843</b>	<b>32,3%</b>	<b>1.948</b>	<b>32,5%</b>	<b>2.031</b>	<b>32,5%</b>	<b>2.100</b>	<b>32,3%</b>	<b>2.186</b>	<b>32,2%</b>	<b>2.273</b>	<b>32,5%</b>	<b>2.319</b>	<b>32,6%</b>	
Menedzsment díj	171	3%	180	3%	188	3%	195	3%	203	3%	210	3%	213	3%	
<b>BEVÉTELEK A FIX KÖLT. NÉLKÜL</b>	<b>1.672</b>	<b>29,3%</b>	<b>1.769</b>	<b>29,5%</b>	<b>1.843</b>	<b>29,5%</b>	<b>1.905</b>	<b>29,3%</b>	<b>1.982</b>	<b>29,2%</b>	<b>2.063</b>	<b>29,5%</b>	<b>2.105</b>	<b>29,6%</b>	
<b>FIX KÖLTSÉGEK</b>															
Ingatlanadó	67	1,2%	71	1,2%	74	1,2%	77	1,2%	80	1,2%	83	1,2%	84	1,2%	
Biztosítás	29	0,5%	30	0,5%	31	0,5%	32	0,5%	34	0,5%	35	0,5%	36	0,5%	
Felújítási alap	114	2,0%	120	2,0%	125	2,0%	130	2,0%	136	2,0%	140	2,0%	142	2,0%	
<b>Összes fix költség</b>	<b>210</b>	<b>3,7%</b>	<b>220</b>	<b>3,7%</b>	<b>230</b>	<b>3,7%</b>	<b>239</b>	<b>3,7%</b>	<b>250</b>	<b>3,7%</b>	<b>257</b>	<b>3,7%</b>	<b>262</b>	<b>3,7%</b>	
<b>HOTEL EBITDA</b>	<b>1.462</b>	<b>25,6%</b>	<b>1.548</b>	<b>25,9%</b>	<b>1.613</b>	<b>25,8%</b>	<b>1.665</b>	<b>25,6%</b>	<b>1.733</b>	<b>25,6%</b>	<b>1.806</b>	<b>25,8%</b>	<b>1.844</b>	<b>25,9%</b>	
Bérleti díj bevétel															
<b>EBITDA</b>	<b>1.462</b>	<b>25,6%</b>	<b>1.548</b>	<b>25,9%</b>	<b>1.613</b>	<b>25,8%</b>	<b>1.665</b>	<b>25,6%</b>	<b>1.733</b>	<b>25,6%</b>	<b>1.806</b>	<b>25,8%</b>	<b>1.844</b>	<b>25,9%</b>	

# SZÁLLODA DCF ANALÍZISE

**Táblázat 6 – 4 Diszkontált Cash Flow Analízis**

Évek	No.	Nettó Bevétel (‘000 HUF)	Diszkont Faktor 10,60%	Diszkontált Cash Flow
2014	1	1.462.001	0,90416	1.321.882
2015	2	1.548.484	0,81750	1.265.892
2016	3	1.613.033	0,73915	1.192.279
2017	4	1.665.458	0,66831	1.113.046
2018	5	1.732.561	0,60426	1.046.918
2019	6	1.805.846	0,54635	986.620
2020	7	1.843.906	0,49399	910.863
2021	8	1.882.918	0,44664	840.989
2022	9	1.922.906	0,40383	776.537
2023	10	1.963.893	0,36513	717.078

Cash Flow jelenérték összeg: 10.172.104

## Záróérték Analízis

10-ik év Nettó Bevétel	1.963.893
Tőkésítési Ráta (Cap Rate)	9,14%
Tőkésített érték	21.477.982
Záróév jelenértéke	7.842.277

**Forintban becsült piaci érték 18.014.000.000**

Euróban becsült piaci érték 60.000.000

Cash flow arány 56%

Záróérték arány 44%

Egy szobára jutó érték 40.940.909 Ft/szoba

Egy bruttó m<sup>2</sup>-re jutó érték 401.301 Ft/bruttó m<sup>2</sup>

Egy nettó m<sup>2</sup>-re jutó érték 439.002 Ft/nettó m<sup>2</sup>

## 4. ÉRTÉKELÉSI PÉLDÁK

### 4.3 (CÉGÉRTÉKELÉS) - SZORZÓSZÁAMOS MÓDSZER

A relatív, szorzószámos értékelés tőzsdén forgó vállalkozások esetén gyakran alkalmazott értékelési eljárás. A módszer a vállalatok jellemző mutatóinak összehasonlításán alapszik. Hazai viszonyok közt a vagyoni jogi perekben ritkán, kontroll módszerként csak abban az esetben alkalmazható, ha a cég jellemzőihez hasonló kínálati adatok az interneten elérhetők. Az egyazon üzletágban tevékenykedő vállalatokat a gyakorlatban összevethetőnek véljük annak ellenére, hogy ez nem minden esetben igaz. A mindenkori piaci hangulatot tükröző szorzószámokat használunk.

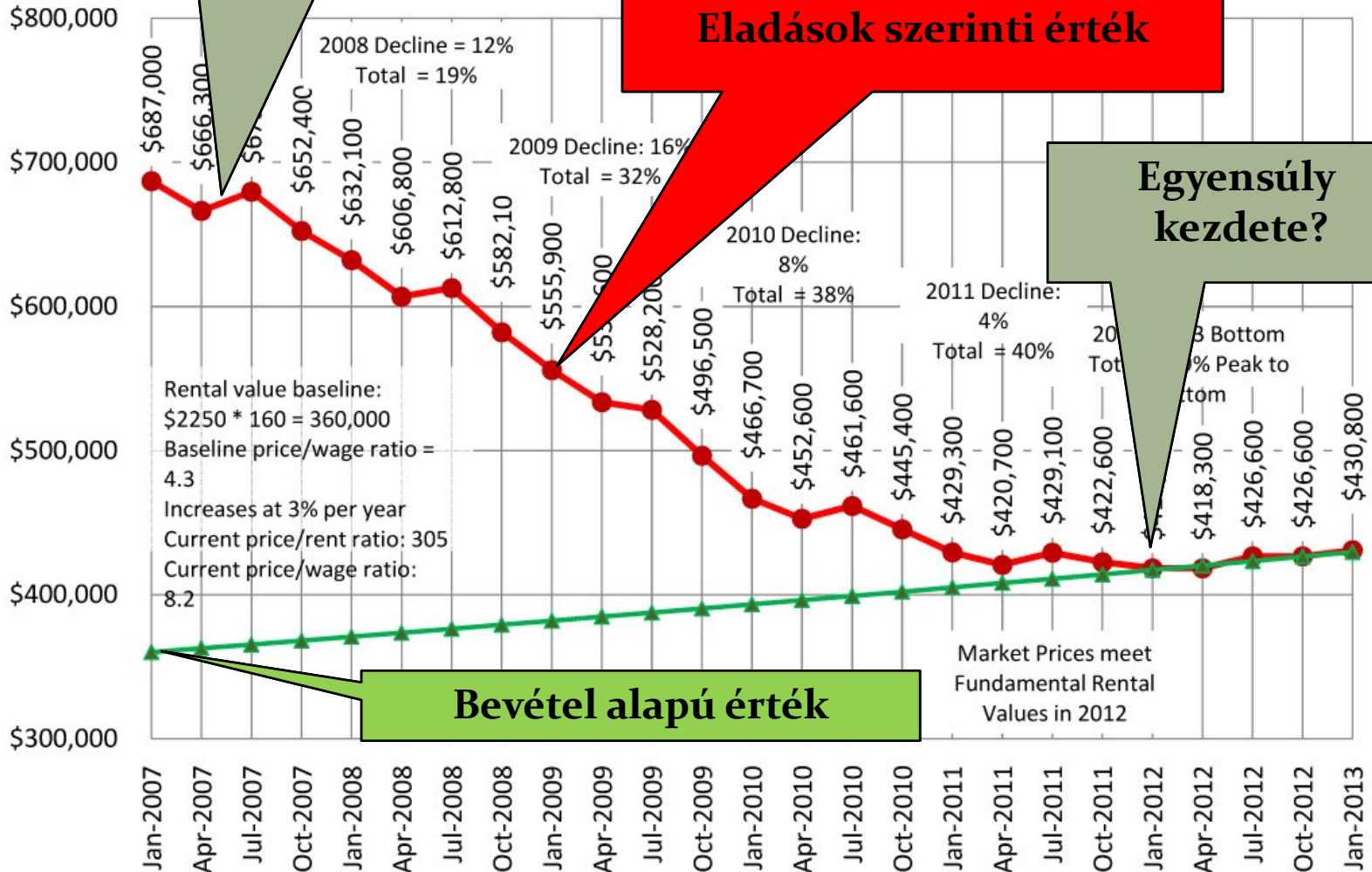
Az elfogult értékelő, akinek lehetősége van kiválasztani az értékelés alapjául szolgáló szorzószámot és az összevethető cégek körét, lényegében az eszközök bármilyen irreális értékét kiszámolhatja.

- ✓ lakóingatlan **Ft/m<sup>2</sup>**
- ✓ szálloda **Ft/szoba**
- ✓ cég **EV/EBITDA** vagy ár/árbevétel **(P/S)** vagy **P/BV**

**Piaci ár eltér a  
jövedelem-termelőképtől!**

Forrás: Márkus László  
MRICS

**Median Home Prices versus Rental Value  
Irvine, California 2007-2013**





## 4.3 SZORZÓSZÁAMOS MÓDSZER HÁTRÁNYAI

- ✚ A három értékelési módszer közül a **legszubjektívebb!!** Az adatok bizonyos szempontok szerinti válogatásával és korrekciójával kiszámítható egy reális értéknek akár a fele, vagy duplája is.
- ✚ A szorzószámos (összehasonlító – relatív) módszernek nem csak a használata egyszerű, hanem a velük való visszaélés is.
- ✚ Mit tekinthetünk összevethető eszköznek? Azokat, amelyeknek az értékelendő eszközzel azonos pénzáramlással és azonos kockázattal jellemezhetők.

## 4.3 GYÓGYSZERTÁR SZORZÓSZÁMOS ÉRTÉKELÉSE

Sorszám	Lakosság fő	Éves bérleti díj (nettó) eFt	Alapterület nm	Település	Éves árbevétel (2011) eFt	Eladási ár eFt	PIACI ÁR/ÁRBEVÉTEL (P/S)
1.				város	60.000	35.000	0,496
2.				falu	100.000	27.000	0,230
3.			170	falu	120.000	49.000	0,347
4.		10.800	250	város	140.000	50.000	0,304
5.		5.640		város	150.000	29.000	0,164
6.	~ 30 000		92	város	156.000	50.000	0,272
7.		3.000	200	falu	180.000	48.000	0,227
8.				<b>falu</b>	<b>210.000</b>	<b>45.000</b>	0,182
9.		4.800	280	város	240.000	60.000	0,213
10.		2.400	250	város	260.000	85.000	0,278
11.			98	város	280.000	110.000	0,334
12.	~ 100 000	önkorm.bérl.	<b>200</b>	<b>város</b>	<b>360.000</b>	<b>110.000</b>	0,260
13.				<b>város</b>	<b>1.000.000</b>	<b>300.000</b>	0,255
							<b>átlag = 0,263</b>

A CÉG PIACI ÉRTÉKE = 250.000.000 x 0,263 = **65.750.000 Ft**

**KÖSZÖNÖM A LEHETŐSÉGET**  
**Kérdések...**

