



CSIRMAZ LÁSZLÓ
Vagyonértékelő —————

CÉGÉRTÉKEKÉLÉS - ÜZLETÉRTÉKEKÉLÉS

EVS 2003 7. számú útmutató

Alapelvek

- bármilyen materiális, vagy immateriális eszköz értékelésének az alapelvei és módszerei teljes mértékben azonosak. Az értékelési modellek egyetemlegesek, nem kategóriafüggetlő 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 ([Európai Értékelési Szabványok EVS 2003](#)).
- bármennyire is meglepőnek tűnik - egy több milliárd forint értékű bevásárlóközpont, vagy szálloda azonos alapelvek és módszerek szerint értékelendő, mint bármilyen működő társas vállalkozás, vagy egy márkanév, vagy mint például egy 50 éves tölgyerdő. Ha a megfelelő elemzéssel és szakértelemmel meghatározott input adatokat az értékelő táblázatokba visszük, akkor a korrekt piaci érték adódik.

Az EVS ismeretét törvény írja elő!

- **1993. évi LXXVIII. törvény**
64/B. § (2) bekezdés b) pont szerint; [...] „**az európai értékelési normák** által meghatározott fogalmak, módszerek, eljárások alkalmazásával, összefüggő feladatokat látja el.”
- **A 26/2005. (VIII. 5.) TNM rendelet 1. számú melléklete szerint; [...]** „Az ingatlanvagyon-értékelő ismeri **és alkalmazza az EVS 2003 (European Valuation Standards - Európai Értékelési Normák 2003)** által **meghatározott fogalmakat, módszereket, eljárásokat.**”

EVS 2003 2. útmutató: Különleges ingatlanok értékelése

Üzlet működésének teljesítményére alapozott értékelések

- **GN2.02** Az általában a teljesen üzleti egységként működő érték alapján felbecsült ingatlanok közé tartoznak a hotelek, bárok, nyilvános szórakozóhelyek, és egyéb engedéllyel rendelkező helyiségek, sokféle magán egészségügyi központok és szabadidős jellegű ingatlanok, a szórakozóhelyektől a squash pályákig.
- Ezen ingatlanokat működő üzleti egységekként értékelik

Üzlet működésének teljesítményére alapozott értékelések

- **GN2.07.** Ennek a vagyonosztálynak az esetében az értékelés pontossága részben a könyvelési adatok minőségétől függ, részben az értékelő adatértelmezési képességétől és ismereteitől, valamint attól hogy miként ítéli meg jelenlegi vállalatvezetés hatékonyságát. Legalább háromévi könyvelést kell megvizsgálni (ha elérhető), és vannak olyan vállalkozások, különösen a ciklikus üzletek, ahol jelentősen hosszabb periódust kell felmérni.

EVS 2003

7. útmutató: Üzleti értékelések

Tartalomjegyzék (EVS 2003 189. oldal)

- *A vállalkozás értéke és a saját rész, önrész tőkeértéke;*
- *Az értékelés célja és az értékelő szakmai szerepe;*
- *Adatok, dokumentációk beszerzése és információforrások; vagyoni osztályok; az üzleti értékelések elvei;*
- *Jövedelem-megközelítés módszere;*
- *Diszkontált cash flow; Cash flow számítás;*
- *Érzékenység elemzése;*
- *Jövedelem tőkésítésének hozadéki módszere;*
- *Eszköz-megközelítés;*
- *Összehasonlító megközelítés;*
- *Jogi követelmények;*
- *Az értékelés végeredményének vizsgálata;*
- *A beszámoló tartalma;*
- *Szakmai kompetencia és kötelezettségek;*
- *Kapcsolat a könyvelési szabványokkal.*

Üzleti értékelések alapelvei

EVS 2003 GN7.11-18

- **GN7.01** Néhány államban megkülönböztetik az (ingatlan-) értékelési szakértőket az üzletértékelőktől, máshol ez a megkülönböztetés mesterségesnek számít.
- **GN7.04** Az üzletérték általában a saját rész tőkeértékével vagy a vállalkozás értékével fejezhető ki

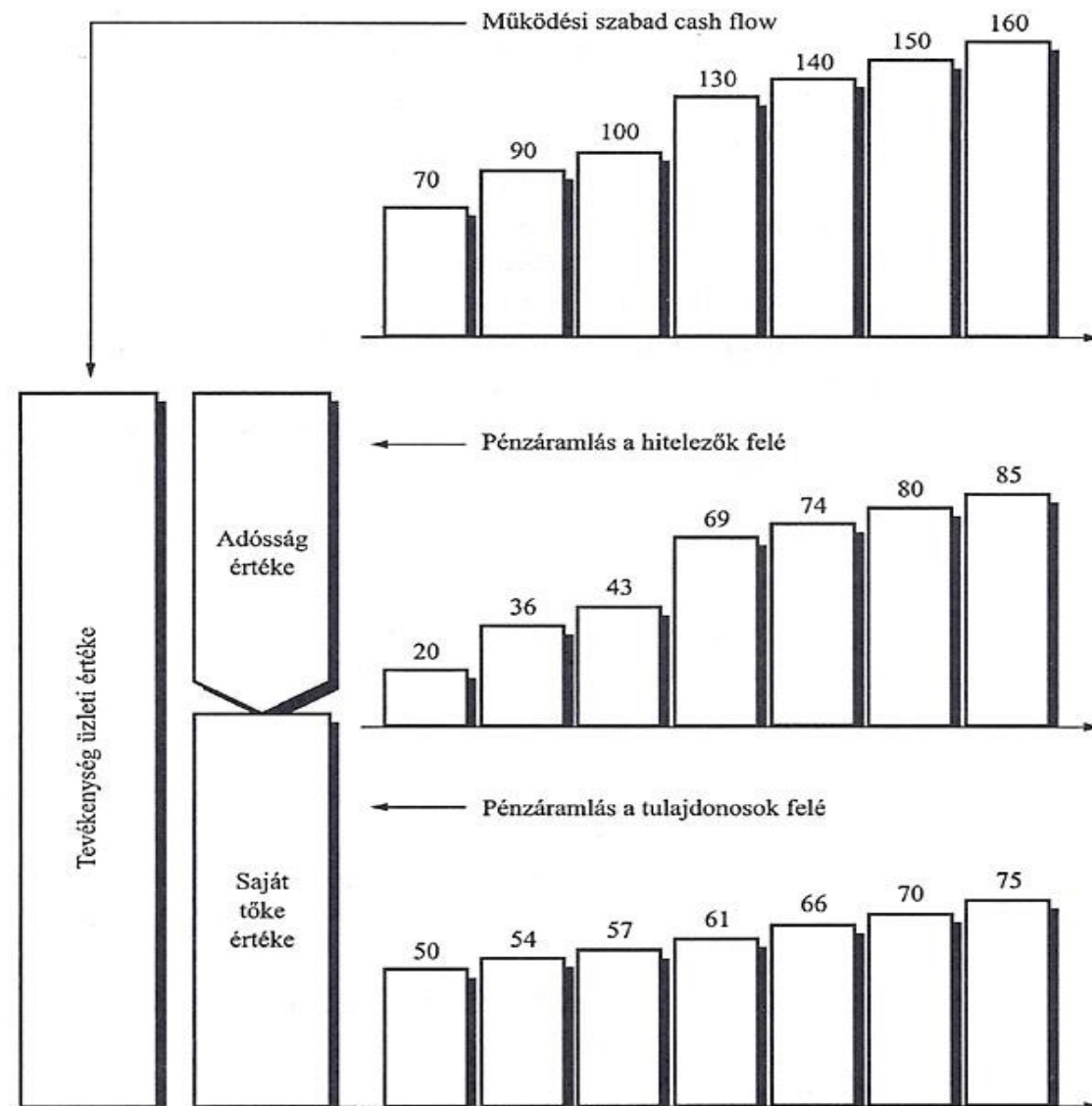
A vállalkozás értéke

GN7.04

- A vállalkozás értéke megegyezik a vállalkozás bruttó értékével, beleértve az adósságot is, vagyis azonos a társaság nettó üzleti értékével, plusz adósság és elsőbbségi részvények, mínusz készpénz és a készpénzzel egyenértékű eszközök
- az az érték, amelyen kellő idejű piaci meghirdetést követően mind egy lehetséges eladó, mind egy lehetséges vevő a megfelelő információk birtokában, átláthatóan és kényszermentesen hajlandó az üzlet adásvételét megkötni az értékbecslés időpontjában.

A vállalkozás piaci értéke;

a működésbe befektetett részvénytőke piaci értékének és a kölcsöntőke piaci értékének az összege, amely hosszútávon megegyezik a várható jövőbeli pénzáramlások diszkontált értékével, vagyis az üzleti értékkel. 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 tőkepiac által determinált piaci ár hosszabb időszak átlagában megegyezik a diszkontált cash flow értékével. (T. Copeland - T. Koller - J. Murrin: Vállalatértékelés)



5.1. ábra
Együzletgás vállalat entitás alapú értékelése

Forrás: T. Copeland : **Vállalatértékelés** (166. oldal)

A DCF módszer!!!!

A diszkontált cash-flow 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. **Azért válhatott a DCF módszer a leggyakrabban használt eljárássá, mert ez az egyetlen olyan módszer, amely hibátlan elméleti alapokon nyugszik.** A DCF módszer rugalmassága, jövőirányultsága, közgazdasági és matematikai megalapozottsága, illetve pozitív tesztelési eredményei miatt a leggyakoribb értékelési eljárás.

A DCF módszer!!!!

A különböző vállalatértékelési módszerek alkalmazásának gyakorisága Németországban

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

Forrás: Dittmann–Maug–Kemper [2002].

Bemeneti adatok (MOL csoport)

Consolidated statements of operations for the MOL Group (IFRS)	Q3 2013	Q4 2013	FY 2013	Q1 2014	Q2 2014
Continuing operations					
Net sales	1.428.927	1.358.255	5.400.417	1.120.881	1.232.168
Other operating income	21.095	43.047	75.696	16.383	5.865
Total operating revenues	1.450.022	1.401.302	5.476.113	1.137.264	1.238.033
Raw material costs	963.549	834.150	3.485.819	699.890	713.111
Value of material-type services used	48.170	54.298	186.944	41.399	50.162
Cost of goods purchased for resale	159.064	231.790	745.645	172.360	229.310
Raw material and consumables used	1.170.783	1.120.238	4.418.408	913.649	992.583
Personnel expenses	58.973	77.797	259.747	60.144	63.800
Depreciation, depletion, amortisation and impairment	214.651	169.831	539.686	67.805	66.375
Other operating expenses	73.073	70.861	293.727	62.939	70.210
Change in inventory of finished goods & work in progress	-6.718	19.644	24.748	-5.257	26.298
Work performed by the enterprise and capitalised	-9.975	-15.326	41.575	-8.406	-13.974
Total operating expenses	1.500.787	1.443.045	5.494.741	1.090.874	1.205.292
Operating profit	(50.765)	(41.743)	(18.628)	46.390	32.741

forrás: www.google.hu/url?url=http://ir.mol.hu/sites/default/files/en/2014/Q2/MOL_Group

Bemeneti adatok (APPLE)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
ASSETS:						
Current assets:						
Cash and cash equivalents	11.875	5.263	11.261	9.815	10.746	14.259
Short-term marketable securities	10.236	18.201	14.359	16.137	18.383	26.287
Accounts receivable, less allowances	2.422	3.361	5.510	5.369	10.930	13.102
Inventories	509	455	1.051	776	791	1.764
Deferred tax assets	1.447	2.101	1.636	2.014	2.583	3.453
Vendor non-trade receivables			4.414	6.348	7.762	7.539
Other current assets	5.822	6.884	3.447	4529	6.458	6.882
Total current assets	32.311	36.265	41.678	44.988	57.653	73.286
Long-term marketable securities	2.379	10.528	25.391	55.618	92.122	106.215
Property, plant and equipment, net	2.455	2.954	4.768	7.777	15.452	16.597
Goodwill	207	206	741	896	1.135	1.577
Acquired intangible assets, net	285	247	342	3.536	4.224	4.179
Other assets	1.935	3.651	2.263	3.556	5.478	5.146
Total assets	39.572	53.851	75.183	116.371	176.064	207.000

APPLE INC
BALANCE_SHEET
Form Type: 10-K

forrás: www.finance.yahoo.com

A. Damodaran: APPLE INC. 2012. decemberi FCF értéke (millió \$-ban)

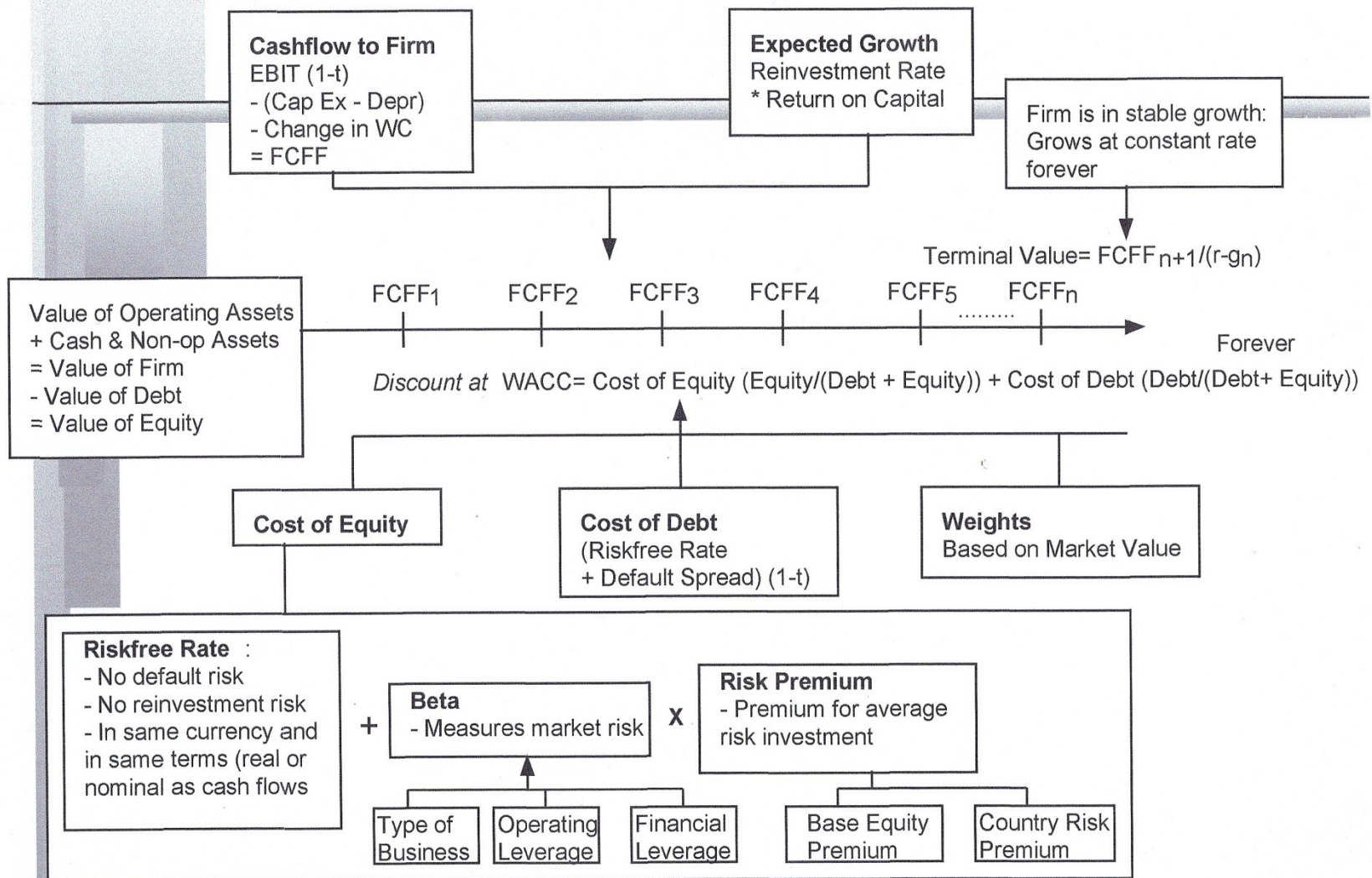
Terminal cash flow	\$ 39.983,84
Terminal cost of capital	8,00%
Terminal value	\$ 644.900,66
PV(Terminal value)	\$ 224.507,08
PV (CF over next 10 years)	\$ 250.536,06
Sum of PV	\$ 475.043,14
Probability of failure =	0,00%
Proceeds if firm fails =	\$237.521,57
Value of operating assets =	\$ 475.043,14

- Debt	\$ 3.754,70
- Minority interests	\$ -
+ Cash	\$ 121.251,00
- Tax on trapped cash	\$ 18.400,00
+ Non-operating assets	\$ -
Value of equity	\$ 574.139,44
- Value of options	\$2.526,93
Value of equity in common stock	\$ 571.612,51
Number of shares	939,21
Estimated value /share	\$ 608,61
Price	\$ 510,00

EVS 2003 cash flow számítás

- **GN7.19** A diszkontált cash flow (DCF) módszerben megbecsülik a szabad pénzforgalmat (FCF free cash flow) egy megállapított időtartam (DCF periódus) minden egyes évében. Amikor az üzlethez olyan nem működő vagyontárgyak (non operating assets) is tartoznak, mint pl.: többletföldterület, piacképes értékpapírok, bérelt épületek, többletfelszerelés, akkor az ilyen vagyontárgyak nettó várható piaci értékét külön elemként **hozzá kell adni** az értékhez
- **GN7.36** A DCF megközelítés alkalmazható beállt üzletek esetében, az előrejelzést normál működésükre alapozva, feltéve, hogy a szabad pénzáramlás általában stabil és előrelátható, ezért az előrejelzések megbízhatóak.

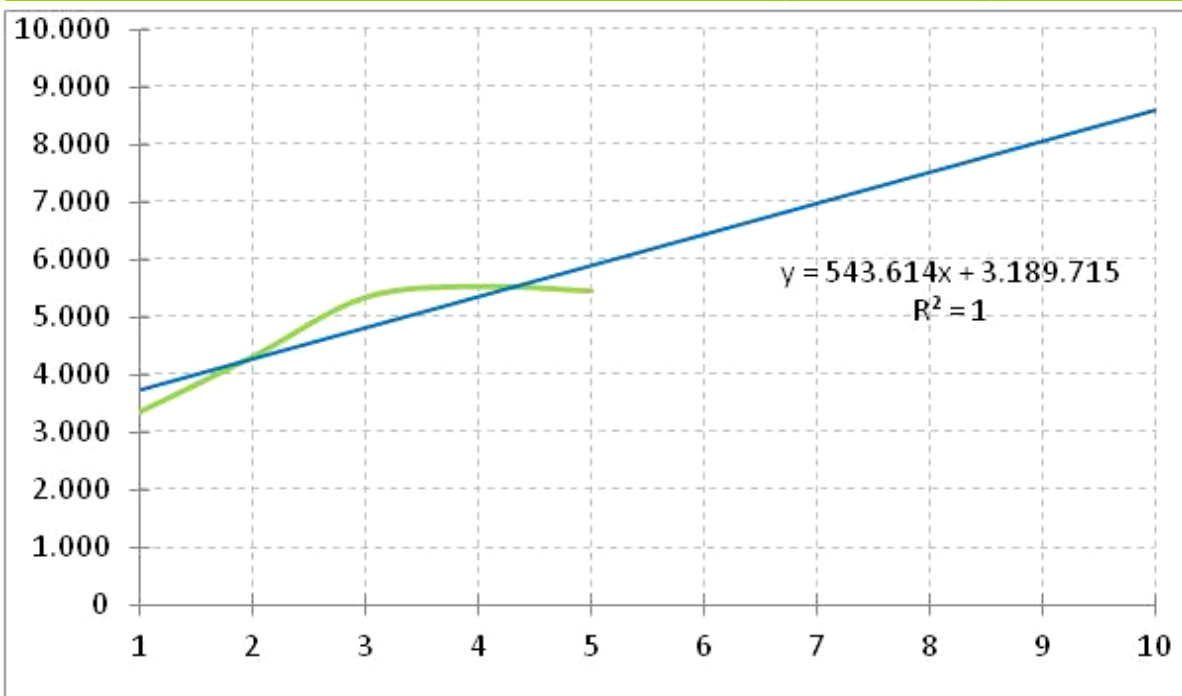
VALUING A FIRM



Lin. regressziós CF előrejelzési modell

1. az árbevétel előrejelzése (millió Ft)

MOL Group (IFRS in HUF million)	FY 2009	FY 2010	FY 2011	FY 2012	FY 2013
Net sales	3.233.445	4.296.971	5.343.234	5.527.070	5.400.417
Other operating income	138.206	33.436	23.758	30.551	75.696
Total operating revenues	3.371.651	4.330.407	5.366.992	5.557.621	5.476.113



$$y = 543.614x + 3.189.715$$

INPUT					OUTPUT				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
3.371.651	4.330.407	5.366.992	5.557.621	5.476.113	6.451.399	6.995.013	7.538.627	8.082.241	8.625.855

Növekedési ütem előrejelzési modell

2. Az árbevétel növekedési üteme

MOL Group (IFRS in HUF million)	FY 2009	FY 2010	FY 2011	FY 2012	FY 2013
Net sales	3.233.445	4.296.971	5.343.234	5.527.070	5.400.417
Other operating income	138.206	33.436	23.758	30.551	75.696
Total operating revenues	3.371.651	4.330.407	5.366.992	5.557.621	5.476.113

	INPUT					számtani átlag	mértani átlag
	1	2	3	4	5		
	2009	2010	2011	2012	2013		
teljes árbevétel (mFt)	3.371.651	4.330.407	5.366.992	5.557.621	5.476.113		
növekedési ütem	-5,15%	28,44%	23,94%	3,55%	-1,47%	9,86%	10,19%

	OUTPUT					előrejelzés
	6	7	8	9	10	
	2014	2015	2016	2017	2018	
regr.	6.451.399	6.995.013	7.538.627	8.082.241	8.625.855	
növ.	6.023.724	7.096.539	7.694.514	8.292.490	8.890.465	10,00%

MOL FCFF értékelő táblázat

MOL: Two-stage FCFF valuation

HUF bn, unless stated otherwise	2007F	2008F	2009F	2010F	2011F	2012F	2013F	Term.
EBIT	303.6	272.7	318.3	336.4	333.7	335.2	332.6	
Tax on EBIT	63.7	57.3	66.8	70.6	70.1	70.4	69.9	
NOPLAT	239.8	215.5	251.5	265.8	263.7	264.8	262.8	
Depreciation	130.8	140.9	177.3	194.4	196.2	197.8	199.5	
Gross Cash Flow	370.6	356.4	428.8	460.1	459.8	462.6	462.3	
<u>Change in working capital</u>	19.9	-149.0	123.8	-0.7	0.3	0.7	0.9	
<u>CAPEX</u>	-109.2	-876.5	-112.7	-680.4	-204.0	-197.8	-199.5	
Free Cash Flow	281.4	-669.2	439.9	-221.0	256.1	265.5	263.7	3,219.6
NPV of Free Cash Flow	371.6							
PV of terminal value	1,723.1							
Net debt	425.1							
Minorities	-128.6							
Provisions	-146.6							
Equity value	2,244.3							
Per share value (HUF)	22,800							

Source: KBC Securities estimates

Érzékenységi elemzés EVS 2003

GN7.30

- Az érzékenység elemzésével biztosítja az elemző, hogy az értékelés megfelelően tükrözi a kockázatokat. Az érzékenység elemzése azonosítja az adott kockázati tényezőket, amelyek leginkább hozzájárulnak az általános összesített kockázathoz. A vállalatok kockázatait két alapvető osztályba lehet sorolni: üzleti és pénzügyi kockázatok. Az üzleti kockázat a jövedelmek bizonytalanságából származik, ami az értékesítés változásaiból és a cég fix működési költségeinek szintjéből adódnak.

Érzékenységi elemzés GN7.32

- Az érzékenységi elemzést, amely mátrix formában jelzi a lehetőségeket, többféle eljárással lehet létrehozni:
- Pesszimista, optimista és a legvalószínűbb feltételezésekre alapozott forgatókönyvek létrehozása.
- Csökkenő valószínűségi tényezők alkalmazása az előre jelzett jövedelemnél.
- Előre jelzett jövedelem diszkontálása növekvő diszkontrátákkal.

Érzékenységi elemzés

Érzékenységi mátrix táblázat (ezer HUF)				Érzékenységi vizsgálat (Sensitivity analysis) (millió HUF)		
várható növekedési ütem	5,0%	7,5%	10,0%			
WACC	9,50%	1.907.089	2.063.509	2.240.567	WACC (13,5%-9,5%)	1.973 - 2.063
	10,00%	1.894.584	2.051.352	2.228.920	Piaci kock. prémium (10%-6%)	2.094 - 2.166
	10,50%	1.882.335	2.039.443	2.217.509	Stab.növ.ütem (2%-4%)	1.905 - 2.147
	11,00%	1.870.334	2.027.775	2.206.328	Növekedési ütem (5%-10%)	1.853 - 2.190
	11,73%	1.853.451	2.011.360	2.190.597	Marg. adókulcs (30% - 10%)	1.835 - 2.069
	12,00%	1.847.054	2.005.140	2.184.635		
	12,50%	1.835.978	1.994.370	2.174.312		
	13,00%	1.824.906	1.983.605	2.163.993		
	13,50%	1.814.054	1.973.052	2.153.877		

**Köszönöm a
figyelmet**