

Cégetérték Levél



Cégetértékelési és cégeladási hírlevél vállalkozóknak

II. évf. 1. szám. – 2007. január

ÉLET-LES – A
Magánbankár
lamentál...



„A kapitalizmus motorjai”

Hogyan rázzák gatyába a magántőkések az amerikai, az angol – és előbb utóbb – a magyar cégeket is

A gazdaság olyan, mint egy élő organizmus. Ötletek és kényszerek nyomán naponta több tucat vállalkozás fogan meg. Az életképesek megszületnek (bejegyzik őket). Alapítójuk emlőjén gyarapodnak. Később – alkalmazottakkal és munkaszervezéssel a hónuk alatt – lábra kapaszkodnak.

A cégvilágban az orvostudomány még kevésbé fejlett, így az iskoláskort csak a cégek 10%-a éri meg és a beiratkozóknak, csak kb. egyharmada tanul tovább.

A lánc végén a „doktorandus-cégek” állnak, akik az alapítóktól független, „önjáró” résziaci szakértökké vagy univerzális multikká nőttek ki magukat.

A cégevolúció akadémikusai az olyan pénztermelő kolosszusok, mint a Microsoft, a Walmart vagy a GE.

Nálunk sajnos a cégvilágra is jellemző a magyar oktatási rendszer ellentmondásossága. Az alsó- és középképzés poroszos, de elfogadható. A versenyképtelenség az egyetemek szintjén ütközik ki. A világgazdaság egyetemereire a magyaros alapképzés nem készíti fel a cégdiákokat.

Az európai cégoktatás élvonala az Egyesült Királyságban található. Itt kiterjedt iparág alakult ki a középcégek „korrepetálására”. A 90-as évektől kezdődően befektetési alapok szerveződtek rendbetételükre.

A magántőke alapok egyfajta személyi trénernek. Ragaszkodnak a felkarolt diákok többségi irányításához, de cserébe lelépési pénzt fizetnek a nevelőszülőknek, kosztkvártélyt és céljutalmat ígérnek a menedzsmentnek.

A diákokat néhány év kiképzés után igyekeznek felárral értékesíteni. Az eminensek tőzsdéi kisbefektetőkhöz kerülnek, ahol megőrizhetik önállóságukat. A kevésbé független, de azért tehetséges diákokra a multik vetnek szemet. A több-

is-van-bennük potentátok egy másik, továbbképzésre szakosodott alap karjaiba hullanak. A közepes kilátásúakat a menedzsment viszi haza. A gyengéket eltanácsolják, és tankönyveit elárverezik.

Hazánkban sok gazdátlan cég csavarog kilátástalanul az utcán. Az alacsony tandíjak miatt kevés a szigorú tanító. Ezeket a „cég-hobókat” az állam igyekszik alamizsnákkal támogatni további függőséget és erkölcsi elnyomorodást okozva.

Angliában ez másként van. Ott az alapok folyamatosan keresik a feljavítható cégeket. Elemzik a mérlegeket, szondázzák a belső és a lehetséges külső menedzsmentet.

Ha több értéket is ki lehet hozni a cégből azt a tulajdonosok – pénzügyi tanácsadóktól és az alapoktól – hamar megtudják és döntéskényszerbe kerülnek: szemet hunynak a botladozás fölött, vagy „fenéken billentik” a renitens diákat.

Ha a menedzsment nem hozza az eredményt... mennie kell. Ha egy cég készpénze nincs jól befektetve, vagy nem növekszik elég gyorsan... bankhitelekből kivásárolják. Ha az ingatlanok többet érnek mint a termelő tevékenység... akkor kilakoltatják a céget, bizonyítsa csak be hogy bérleti díjfizetés mellett is megél.

Na és bejött a briteknek a keménykedés?

Thatcher óta az angol cégek a sor végén kullogókból Európa éltanulóivá léptek elő. A Vaslédi privatizációin és a nyugdíjreformon felnövekedett magántőkések leégették a zsírt a brit cégek derekáról. Az alapok következetes pénzügyi szigora kinevelt egy elit menedzser réteget, akik cégtulajdonosként majd befektetőként fokozzák évről évre tovább a brit cégek versenyképességét.

Az angol gazdaság viszonzásul dübörög.

ÉRTÉK-KELL –
Mikor van
szükségünk
cégértékelésre?



Érték-univerzumok

„Egy magáncégek értékelését az adott értékelés céljáért felelős hatóság határozza meg.”

Elég homályosan fogalmaztam?

Talán Ön is így látja, de ígérem gyorsan beélesítem a képet néhány konkrét példával.

Legyen az első az eladásra szánt cégek esete. Ebben a világban a piaci érték uralkodik. A piaci érték egy kompromisszum, amin a vevő egy kicsit „túlfizet”, az eladó pedig kicsit „ár alatt” ad el. Középút, ahol mindkét fél kicsit keserű, de nem annyira, hogy továbbsétáljon.

Egy cég piaci értékét a közvetítő-tanácsadók mérik. A vevők és eladók között mozogva náluk van a legjobb információ. Piaci cégértékelésben ők az „illetékes hatóság”.

Ha hitelből vásárolunk ki egy céget, itt már más az illetékes. A hitelező bank a megmondhatója, hogy a vevő önrészéhez mennyi kivásárlási kölcsönt biztosít.

Ha a menedzsmentet szeretnénk ösztönözni, akkor a vezetői tanácsadók sietnek a segítségünkre. A cégvezetés által megtermelt értékre (Economic Value Added, „EVA”) alkotott értékelési módszereikkel mérhető és díjazható legjobban a cégvezetés tevékenysége.



Amint a fenti ábrából látható, számos további értékuniverzum létezik. Ezek egymástól akár több száz százalékkal eltérő értékeket adhatnak. Az alábbi ábra egy képzeletbeli magáncég, a Privát Zrt. lehetséges értékeléseinek arányait mutatja be.

Univerzum	Érték (mFt)
Piaci érték (eszközök)	240
Fedezeti érték	250
Befektetői érték	750
Biztosítható érték	850
Forgalmi érték	920
Piaci érték (pénzügyi)	1200
Tulajdonosi érték	1580
Piaci érték (szinergisztikus)	1660

THE HUSTLER – A JÁTÉKOS*

Beszélgetések az IMAP
cégeladási és
felvásárlási
szakértőjével



**Jon Hustlerral, birminghami
partnerünkkel a menedzsment- és az
intézményi-kivásárlás különbségeiről
beszélgettünk.**

KÉRDÉS: Mi a különbség egy MBO és egy IBO között?

HUSTLER: Leegyszerűsítve az MBO (*Management Buyout*, menedzsment kivásárlás) az, ahol a belső menedzsment kockázati tőke és bankok segítségével megvásárolja az általa vezetett egy céget.

Az IBO (*Institutional Buyout*, intézményi kivásárlás) esetén egy intézményi – például kockázati tőkés – befektető megvásárol egy céget, majd részvényjuttatással ösztönzi a bennlévő menedzsmentet.

KÉRDÉS: Mit jelent ez gyakorlati szempontból?

HUSTLER: Általánosságban a végeredmény hasonló. A cég új tulajdonost kap, a menedzsment pedig részvényeket szerez egy intézményi befektető mellett.

Azonban alapvető különbségek vannak a folyamat irányítása és alakítása szempontjából.

Egy MBO esetén a menedzsment az öt támogató pénzügyi tanácsadó segítségével a vezetőségben foglal helyet. Ilyenkor ők tárgyalnak az eladókkal és ők keresik meg a finanszírozó alapokat és bankokat, hogy támogassák vételi ajánlatukat. Ez a versenyztetett pályáztatás lehetővé teszi, hogy a menedzsment a számára legkedvezőbb feltételeket érhesse el a kivásárlás finanszírozásakor.

Egy IBO esetén a befektetési alap határozza meg, hogy mennyit hajlandó fizetni a cégért és mekkora tőkerészesedést ajánl fel a menedzsmentnek.

Ez döntően befolyásolhatja a menedzsment részesedését. Egy az IBO-nál 15%-os menedzsment üzletrész, egy MBO-nál az 50%-ot is elérheti.

KÉRDÉS: Várhatóan melyik irány kedvezőbb a menedzsment számára?

HUSTLER: Egyértelmű, hogy egy MBO esetén várhatók a legjobb feltételek számukra.

Azonban erre nem mindig van lehetőség, mert az eladók gyakran előnyben részesítik egy IBO lefolytatását, ami számukra több

kontrol lehetőséget és nagyobb vételárat eredményezhet. A nagyobb vételár azonban elkerülhetetlenül azzal jár, hogy a győztes befektetési alap nagyobb tőkerészesedést tart meg magának a menedzsment rovására.

KÉRDÉS: És melyik módszer működik jobban az eladó számára?

HUSTLER: Ez attól függ. A jelenlegi tulajdonos biztos akar lenni benne, hogy e legjobb értéket hozza ki az ügyletből. Ezért fontos neki hogy közvetlenül tárgyalhasson a befektető alapokkal. Ugyanakkor ügyelnie kell az arra is, hogy fennmaradjon a jó viszony a menedzsmenttel, hogy az alapok minden információt megkapjanak, a versenyképes ajánlattétel érdekében.

Legtöbbször a pénzügyi tanácsadóra hárul a feladat, hogy ezt a potenciális konfliktust ügyesen kezelje.

KÉRDÉS: A menedzsment csapatként befolyásolható egy ilyen folyamat?

HUSTLER: A cégvezetés sokszor alábecsüli a saját értékét. A menedzsment távozása gyakran jelentősen csökkenti egy cég értékét. Ezért általában el lehet kerülni, hogy a menedzsmentet egy számára kedvezőtlen konstrukcióba kényszerítsék bele.

KÉRDÉS: Milyen lépéseket tehetünk ez ellen?

HUSTLER: Kezdeményezőnek és ébernek kell lennie. Ne feledje a „lehetséges művészetét” és ha egy MBO gondolata felmerül Önben, minél korábbi stádiumban tájékozódjon egy pénzügyi tanácsadótól a lehetőségeiről. De tartsa mindig szem előtt a munkaszerződését és a céghez fűződő hűség-kötelmeit is.

** A cikket a Clearwater Corporate Finance „Rainmaker” című magazinjából vettük át.*

MÓDSZERTAN – **A cégértékelés** **mikéntjei**



Vagyonértékelés, a „kékgalléros”

Egy társaság eszközeinek piaci értékelése a „vagyonértékelés”. Elméleti szempontból, ez a legegyszerűbb módszer, a cégértékelések között. Egyfajta „szegény rokon”.

Míg az „összehasonlító-”, vagy a „diszkontált cash flow”- értékelések egy ADSL-kapcsolattal az iroda kényelméből elvégezhetőek, a vagyonértékelés feltűrt ingujjú „fizikai” munkát kíván. Egy cég ingatlanai, gépei személyes szemle nélkül nehezen becsülhetőek fel.

Ha vagyonértékelésre van szükség az eleve rosszat sejtet. Hisz a vagyonérték akkor válik fontossá, ha meghaladhatja a cég piaci értékét. Ha felmerül, hogy a cég eszközei esetleg egyenként többet érnek mint a társaság. Míg a piaci értékelés professzorai a cégértékelési tanácsadók, a vagyonértékelés a felszámolók terepe.

De mikor haladhatja meg a vagyonérték a piaci értéket? – kérdezheti Ön?

A válasz prózai: -- Ha egy cégnek nincs *goodwill*-je, vagyis üzleti értéke.

Ez előfordulhat ha a társaság:

- (i) veszteséges
- (ii) ha nincs stabil vevőköre
- (iii) ha átlagos szolgáltatást nyújt, nyomott árakon
- (iv) ha az üzletmenetet egy vagy néhány kulcsembert határozza meg.

Mivel a vagyonértékelés pofon egyszerű, akár házilag is elvégezhető az alábbi lépésekkel:

1. Vegyük elő a cég legfrissebb mérlegét
2. Egészítsük ki a hiányzó eszközökkel, kötelezettségekkel (pl. védjegyek, feltételes garanciák)
3. Az eszközök és követelések könyvértékét módosítsuk piaci értékre.

És íme a legjellemzőbb módosító tételek:

- A szabadalmakat, ingatlanokat felértékeljük (általában külső értékbecslés segítségével)
- A bérelt ingatlanon végzett beruházásokat (ezek nem a miénk) leírjuk
- A kétes vevőket és a lassan mozgó készleteket leírjuk

A cégek 90%-ának esetében a vagyonérték az ingatlanok értéknövekedésével, a kétes vevők leírásával és a készletek értékvesztése miatt tér el mérlegben szereplő könyvértéktől.

– Ugye milyen szimpla volt?

PIPEREASZTAL – Cégeladási felkészítés



Márka-marketing takarékon

Legalább az eladás előtti utolsó évben célszerű kimutatni a cég teljes nyereségét.

Mi vállalkozók ezt sokszor nehéz szívvel tesszük, mert tudjuk, hogy a „profit-büszkeségért” súlyos adóforintokat kell kipengetnünk a fináncoknak.

Azonban az ilyenkor fizetett társasági adó 5-6-szorosan megtérülhet a magasabb vételárban. A vevő felé pedig nincs nagyobb vételár-növelő érv mint a mérlegben kimutatott magasabb profit.

A cégeladás előtti hajrában a nyereség pl. a halasztható költségek megnyirbálásával növelhető.

-- De mi az a szükséges költség, ami büntetlenül elhagyható? Nincs itt valami ellentmondás – kérdezi Ön.

-- Nincs. -- Olyan költségekre gondolok, amelyek szükségesek... de az eladás utánra is halaszthatók. Ilyen lehet pl. a gépek, épületek felújítása. (Bár egy kormos-kopott gyártósor vagy csarnok rossz benyomást kelthet.)

Azonban, ennél kevésbé feltűnő a márka-marketing költségek átmeneti csökkentése. A márka-marketing egy olyan nem aktiválható beruházás, ami késleltetéssel hozza az eredményt. Az átmenetileg visszafogott imázs-promóció rövid távon nem feltétlenül rontja az árbevételt, de biztosan felpumpálja az eredményt.

Persze mérlegelni kell, hogy az Ön esetében etikus-e ez az eljárás. Ha az üzleti tervében nem kalkulált az elhagyott marketing hatásával, akkor a tilosban jár. Ha azonban a várható befektetői vélhetően a saját márkanevük alatt futtatnák majd cégét az eladás után, akkor nyugodt szívvel zárhatja el a marketing csapatokat.

Példa: Egy középmezretű kábel TV szolgáltató („Város Kábel Kft”) az eladás előtti évben lemondja óriásplakát és TV reklámait, majd beolvad a UPC hálózatába. Itt a vevő is jól jár a marketing visszafogásával, mert utólag könnyebb átmárkázni a Város Kábel szolgáltatását.

**A HÓNAP
INTERJÚJA**
– *Megszólalnak
nemzetközi partnereink*



**Utazás, Párizs és unokák –
Michel Champsaur-ral, az 54 éve
alapított francia SOCIETEX
partnerével beszélgettünk.**

KÉRDÉS: Mióta foglalkozol cégértékesítési-felvásárlási (C&F) tanácsadással?

MICHEL CHAMPSAUR: Hosszú éveket dolgoztam fúziós és cégvásárlási tanácsadóként dél-franciaországi bankokban. Monaco volt a legszínesebb, mert érdekes nemzetközi ügyfelekkel dolgozhattam. Később a bankcsoport londoni befektetési bankjához kerültem.

Végül úgy döntöttem, hogy egy független cégeladási „butik-céghez”, a SOCIETEX-hez csatlakozom, ahol jobban kamatoztathatom nemzetközi tapasztalataimat.

KÉRDÉS: Miért szeretsz C&F tanácsadással foglalkozni és mi az, amit kevésbé élvezel ebben a munkában?

MC: Nagyon jó volt egy nemzetközi cégértékesítési hálózat alapító tagjaként létrehozni az IMAP európai hálózatát, amelyet később amerikai tagokkal bővítettünk ki majd globálissá tettünk. Az utóbbi időben közép-kelet európai tagokkal tovább bővült a szervezetünk, ami lehetővé tette, hogy az Elbától nyugatra is cégvásárlási lehetőségeket kínáljunk fel franciaországi ügyfeleinknek.

Arra vágyom, hogy az adminisztratív feladataim visszaszorításával minél több időt tudjak tranzakciók és a kapcsolatépítés fejlesztésére fordítani.

KÉRDÉS: Mi volt az eddigi legnehezebb tranzakciód, és miért?

MC: A problémák akkor jelentkeznek, amikor nem követjük a megállapodott ütemtervet vagy nem sikerül megérteni a felek valódi szándékait. Például, ha az eladó fél nem kötelezte el magát, és csak le akarja tesztelni, hogy mennyit adna a piac a cégéért...

Vagy amikor a cégcsoport befektetésért felelős személye döntési kompetencia nélkül tárgyal végül egy ügyletet, amit – a folyamatban részt nem vevő – főnöke az utolsó pillanatban megvétóz...

Vagy amikor próbálok lezárni egy tranzakciót általam kedvezőnek ítélt feltételek mellett, amit az ügyfelem a lelke mélyén nem támogat.

Az időzítés mindig kritikus!

KÉRDÉS: Mi volt az eddigi legnagyobb C&F sikered... és csalódásod?

MC: A legsikeresebb ügyletek azok ahol sikerül túlszárnyalni az ügyfelem elvárásait és ezt el is ismerik. Volt egy eset amikor messze várakozás felett sikerült eladnom egy élelmiszer-alapanyag gyártó céget, majd évek múlva találkoztam a vevővel aki maximálisan meg volt elégedve a vásárlással. Ebben az esetben megtaláltuk azt a vevőt, aki nagyon jó szinergiákat tudott hozzáadni az ügyletbe.

A legnagyobb csalódások akkor következnek be, amikor úgy tűnik, hogy megtaláltuk a megfelelő feleket az ügyletbe, de a tranzakció a végső tárgyalások részletein mégis elvész.

KÉRDÉS: Mi az a legnagyobb titok, amit meg tudnál osztani a cégük eladásán gondolkodó vállalkozókkal?

MC: Hiszem, hogy a céget eladásra kínáló vállalkozónak világos elképzelése kell

legyen saját jövőjét illetően. Az ár és a feltételek kulcsfontosságúak, de gyakran mégfontosabb, hogy mit akar tenni a vállalkozó, ha megkapta a vételárat: Vezeti tovább a vállalkozást a vevőjének, vagy új életet kíván kezdeni.

KÉRDÉS: Végezetül mondanál néhány szót a munkán kívüli életéről is?

MC: Párizs központjában élek, 2 felnőtt gyerekkel és 2 fiúunoka nagypapjaként. A pihenők gyakran rövidek, de szeretem a hosszú hétvégi kiruccanásokat a határon innen és túl. Kedvelem a múzeumokat és szívesen ismerkedem idegen országok embereivel és életmódjukkal. Ez különösen ott öröm ahol elboldogulok a helyi nyelvvel is.

**JOG &
SZABÁLY –
Taposóaknák és
elhárításuk**



Az eladói felelősség határai

Cégeladásoknál része a tárgyalásoknak az eladó felelősségének megállapítása az ügylet tárgyát képező üzletrészért vagy eszközökért. Az eladót és a vevőt is megterhelő átvilágítás után az eladót sokszor meglepi a vevő által adásvételi szerződésben kért részletes szavatosságvállalások.

Az eladók tiltakoznak, hiszen a vevőnek széleskörű átvilágítást engedtek. A vevők azonban azzal érvelnek, hogy míg az átvilágítás célja a befektetési szándékról való döntés volt, addig a vétel és a vételár a szerződésben elvárt szavatosságoktól függ. A szavatosságok részben a kockázatok csökkentésére és a várt előnyök biztosítására, illetve elmaradásuk esetén pótlására szolgálnak.

A vevők szerint, ha az eladó nem vállal felelősséget a cégéért (amelyet jobban ismer mint a vevő), a vevő legfeljebb a „tájékoztatási kötelezettség elmaradása” és néhány törvényi szavatosság (mint a tulajdonjog és tehermentesség) miatt perelhetné az eladót, amely egy összetett üzlet vétele esetén kevés biztonságot nyújt.

Álláspontom szerint méltányos és ésszerű, ha az eladók szavatosságot vállalnak cégükért, és ezek a szavatosságok objektív kijelentéseket tartalmaznak. A felpuhított szavatosságokra a vevő könnyen mondhatja, hogy ő „igazi” pénzt fizet az ügylet zárásakor, tehát „igazi” szavatosságokat várhat el, amelyek alapján később majd igényt tud érvényesíteni.

A szavatosságok felelősség-megosztásként foghatók fel. Hiányában a vevők viselnének a vételből származó minden -- a zárást megelőző -- üzleti kockázatot, miközben ők kockázatmentes vételárat (pénzt) fizettek az üzletért. Ez nem lenne méltányos a vevővel, pedig a jó üzlethez a felek kölcsönösen előnyösnek érzett megegyezése kell.

Eladói tanácsadóként azt pártolom, hogy az eladó alaposan vizsgálja meg a vevői szavatosság-eltérőket. Ahol szükséges szűkítse, módosítsa azokat – esetleg úgynevezett feltáró levélben, ahol leírhatóak a céggel kapcsolatos kockázatok – de helytelenítem azok teljes visszautasítását.

Jobb üzlet lesz egy olyan szerződésből, ahol egy jól kitárgyalt szavatosság-lista mellett az eladó ésszerűen (időben és összegszerűségében is) korlátozza a szavatosságok alatti felelősségét. (Szándékos szerződésszegésért, illetve a tulajdonjogért és tehermentességért nem szokás a felelősséget korlátozni.)

A felelősség-korlátozásoknak része lehet egy minimum összeg, ami alatt, és egy

maximum összeg, ami felett a vevő nem követelhet kártérítést. Ez külön-külön is megállapítható a különböző szavatosságtípusokra, mint a környezetvédelem, adó, stb.

Szokás az eladói felelőséget úgy is korlátozni, hogy a szavatosságok valóságáért csak „lényegében” vagy „legjobb tudása szerint” vállal felelőséget az eladó. Egy jól felkészült vevő azonban csak nagyon szűk körben vagy egyáltalán nem enged ilyen kivételeket az eladónak.

Mint a fentiekből is látszik az eladói felelőség és annak korlátozása komoly tárgyalások és szakmai munka eredménye, amelyhez tanácsos az eladó és a vevő részéről is jogi és pénzügyi tanácsadók segítségének igénybevétele.

Dr. Nagy László
Siegler Weil Gotshal & Manges

**A HÓNAP
ÜGYLETE**
*Sikeres ügyletek a
Magánbankártól és az
IMAP hálózataból.*



A Szarvasi Vasipari Rt kivásárlása

A több mint 50 éves múltra visszatekintő Szarvasi Vasipari Rt. világítótestek és háztartási kisgépek gyártására és forgalmazására szakosodott. A Vasipari az IKEA egyik legjelentősebb európai lámpatest beszállítója és az általa gyártott Szarvasi kávéfőző országos népszerűségnek örvend. A Vasipari Rt. 2005-ben 3 milliárd forintot meghaladó árbevételt ért el és jelentős cash flow-t generált.

A Magánbankár Pénzügyi Tanácsadó Kft kezdeményezte és kizárólagos tanácsadóként működött közre a Vasipari

Rt kivásárlásának pénzügyi struktúrájának kialakításában és megvalósításában.

Erdélyi István, a Társaság legnagyobb távozó tulajdonosa így nyilatkozott cégünkéről:

„A Magánbankár teljesítményét, jónak találtam. Lendületesen teszik a dolgukat, megfelelően képviselik az érdekeimet, alapos, körültekintő és tempós, gyors munkát végeznek. Ha cégértékelés, cégeladás, cégfelvásárlási tanácsadási tervem, lesz, akkor is meg fogom keresni őket.”

Magyar magánszemélyek

Kivásárolták a



Szarvasi Vas-Fémipari Rt.

50%-os tulajdonrészét

A Magánbankár Pénzügyi Tanácsadó Kft. a felek kizárólagos pénzügyi tanácsadója volt a Tranzakcióban

MB

Emelkedő cégértéket kíván,

Préda István

Cégérték-Levél[®] Cégértékelési és cégértékesítési hírlevél. Megjelenik havonta. Kiadja a Magánbankár Pénzügyi Tanácsadó Kft., Felelős: Préda István, ügyvezető igazgató. Postacím: Buda Business Center, 1027 Budapest, Kapás utca 11-15. Telefon 06 1 202 1470, Fax: 06 1 202 1471, Email: Maganbankar@Maganbankar.hu