



IMAP MB Partners

10. ÉVFOLYAM 77. SZÁM

2015  
MÁJUS-JÚNIUS

HOGYAN SZÁLLNAK KI A NAGYOK?  
A „NEM” KOCKÁZATAI  
INTERJÚ JÁMBOR JÁNOSSAL  
CÉGVÁSÁRLÓK A NAGYVILÁGBAN  
RÉGIÓS MAKROGAZDASÁGI KITEKINTÉS  
MI REJLIK A SZORZÓSZÁM MÖGÖTT?  
KÉSZÜLÉS A NYÁRRA  
IMAP TRANZAKCIÓK  
CÉLBAÉRT CÉLGÉPGYÁRTÓ

# cégérték

CÉGELADÁS  
TŐKEBEVÉTELEK  
FELVÁSÁRLÁS

10  
2006-2015

© cégérték Cégeladási, -értékelési, -felvásárlási és tőkebefektetési magazin vállalkozóknak és cégbe-fektetőknak. | Kiadja az IMAP MB Partners.  
Felelős kiadó: IMAP MB Consult Kft. | Postacím: 1051 Budapest, József Attila utca 1. Telefon: 06 1 336 2010 | Email: cegertek@imap.hu

**IGEN VAGY NEM**  
MIKOR KÖSSÜNK KOMPROMISSZUMOT?

# HOGYAN SZÁLLNAK KI A SIKERES VÁLLALKOZÓK CÉGEIKBŐL A CSÚCSON?

NEMZETKÖZI  
KITEKINTÉS  
SZAKIRODALMI  
ÖSSZEFOGLALÓ

NEM CSAK MAGYARORSZÁGON – VILÁGSZERTE SZEMBESÜLNEK A VÁLLALKOZÓK A CÉGEIKBŐL VALÓ KISZÁLLÁS KÉNYSZERÉVEL ÉS ANNAK NEHÉZSÉGEIVEL. AZ ECONOMIST CÍMŰ GAZDASÁGI SZAKLAPBAN NEMRÉGIBEN VILÁGOT LÁTOTT ELEMZÉS SZERINT MÉG AZ USA-BAN IS MAGÁNCÉGEK ADJÁK A GAZDASÁG GERINCÉT – AZ EURÓPAI GAZDASÁGOKBAN A NEMZETI ÖSSZTERMÉK 60–70%-ÁT MAGÁNVÁLLALATOK ÁLLÍTI ELŐ.

Igaz ez akkor is, ha a gazdaságnak ez a szegmense gyakran – és méltatlanul – alulértékelt. A sajtó többet foglalkozik a nagy, multinacionális és tőzsdei cégekkel – és kevesebbet a globális, regionális és lokális gazdaságok számára olyan fontos magánvállalatokkal.

Nemzetközi szakirodalomból tudjuk azt is, hogy a cégek generációk közötti öröklése az esetek 30–40%-ában sikeres csak az első generációban; ez a szám 10% alá csökken a második generációra. Cikkünkben azt járjuk körül, hogy milyen tanácsokat ad egy sikeres gazdasági szakíró, számos cég-eladási sikertörténet és kudarc szemtanúja a cégtulajdonosok számára a vállalateladásról. Cikkünk a *Financial Times* összefoglalói és *Bo Burlingham: Finishing Big – How Great Entrepreneurs Exit Their Companies on the Top* című könyve alapján készült.

A szerző, mint ahogy ez már a címben is látszik, könyvében a jó kiszállást járja körül. Definiálja, hogy mit tekinthetünk jó kiszállásnak az eladó szempontjából; tanácsokat ad arra nézve, hogy hogyan készüljön erre fel egy cégtulajdonos; és hoz rengeteg példát arra, hogy milyen sikertörténetekkel és kudarcokkal találkozott szerző Amerikában.

Mi a jó kiszállás? A szerző felfogása szerint akkor tekinthető jónak a kiszállás, ha az eladó méltányos árat kap cégéért, és emellett az az érzése marad a tranzakció után, hogy sikert ért el cége felépítésével és eladásával. Sok eladót érdeklí, hogy egy tranzakció után mi lesz korábbi munkatársai sorsa – sokan az eladás sikereként értékelik, ha fő munkatársaik különösen, de a munkavállalók egészének sorsa biztosítottnak látszik. És sok cégeladó akkor lesz igazán megelégedett ezzel a lépésével, ha sikerül életének új értelmet találni.

A nemzetközi tapasztalatok azt mutatják, hogy ez a legnehezebb; sok nagyon sikeres vállalkozónak ez utóbbi nehezére esik, hiszen szívüket és lelküket hosszú időn keresztül egy vállalkozásnak szentelték, hogy aztán azt készpénzre váltsák és hátrahagyják. Ha cégüket eladják, társadalmi státuszuk, foglalkozásuk és rendszeres jövedelmük is elveszik. Ezt kell, hogy helyettesíteni tudják egy jól megválasztott elfoglaltsággal – legyen ez egy „nyugdíjas” állás, egy másik vállalkozás, időrabló hobbi vagy családi kötelezettség.

A szerző könyvében sok praktikus tanácsot ad cégüket eladóknak. Felsorolja, hogy mitől válik egy cég eladhatóvá:

- jó pénzügyi teljesítmény
- növekedési potenciál
- függetlenség – nagy beszállítótól, nagy vevőtől, egy fő menedzsertől
- cash teremtő képesség
- visszatérő bevétel aránya (azaz a bevételek nagy része nem projektszerű, egyszeri, újra és újra megszerzendő)
- egyedi értékajánlat
- vevői elégedettség
- tulajdonostól független menedzsment

A szerző rengeteg praktikus tanácsot ad és gyakorlati példát hoz stratégiai és pénzügyi befektetőkkel való együttműködésre. Kiemeli, hogy míg mások a tárgyalási gyakorlatok és szempontok, legnagyobb különbség a két befektető-típus között talán az, hogy más dolgok fontosak számukra egy-egy akvizíció során. Míg a stratégiai befektetőket inkább a piac és a cég termékeinek és szolgáltatásainak egyedisége érdekli, addig egy pénzügyi befektető a növekedési potenciálra, a cash termelő képességre és a menedzsment team-re figyel. Természetesen a vevői elégedettség nagyon fontos mindenkinek. Ez talán aláhúzza, hogy sikeres cégeladásokban mennyire fontos a saját, MB Partners-es tevékenységünk során az, hogy jól értsük, mi érdekelhet egy-egy eladási/befektetési történetben egyes vevőket. Ezért is követjük azt a gyakorlatot, hogy egyes esetekben egyes befektető-típusok vagy befektetők számára külön dokumentációt készítsünk, kiemelve azokat a cég-jellemzőket, melyek vélhetően őket érdeklik.

A szerző beszél a tanácsadó-kiválasztásról is. Legfontosabb tanácsa megint csak aláhúzza az MB Partners, mint cégeladási tanácsadó versenyelőnyét. Burlingham azt mondja: a legjobb tanácsok olyantól

jönnek, akik maguk is átmentek már ilyen tapasztalaton. Mi nemcsak, hogy 50 körüli tranzakciót zártunk az utóbbi 13 évben, de az MB Partners két éve egy olyan társaság tulajdonában van, amelyik maga is befektető – azaz ad és vesz cégeket. A befektetői és tanácsadó csapatok természetesen szervezetileg és működésileg is teljesen elkülönültek, hiszen ha nem így lenne, ügyfeleink érdeke sérülne. Ugyanakkor tranz-akciók után, a titkosság szempontjainak figyelembe vételével, kölcsönösen megosztjuk tapasztalatainkat, ami sokat segít kollegáinknak saját ügyeikben.

A sok tanács közül mégis a legfontosabb szerintem a következő: mivel teljesen egyértelmű, hogy egyszer mindennek, tehát a vállalkozói létnek is vége szakad, céget szinte a legelejétől úgy érdemes létrehozni és építeni, hogy az a lehető legjobbkor, a legjobb áron, a tulajdonos(ok) számára legelőnyösebb feltételek mellett eladható legyen. Hiszen csak akkor lehet azt elérni, hogy a csúcson, amikor jönnek a kérők és jó áron, szívesen megveszik a portékát, létre is jöhessen az egyezség.

Tapasztalataink szerint hazai közép-vállalkozóknak ez a legfontosabb tanulság. Ügyfeleink és általában a vállalkozói körben úgy látjuk, hogy a tulajdonosok sokáig nem foglalkoznak azzal, hogy maguk és cégük felkészüljön az eladásra. Az utolsó pillanatig odázzák a kérdést és nagyon hirtelen jön nekik, hogy ezen elgondolkodnak. Ilyenkor azonban már nem lehet igazán jól segíteni – kapkodva kell megoldásra jutni, ami csak ritkán teszi lehetővé, hogy a tulajdonos a fenti definíciónak megfelelő jó kiszállást tudjon csinálni.

Mi tehát a teendő? A Cégértékben sokszor leírtaknak megfelelően, ahogy ezt a könyv is aláhúzza: nem lehet az eladásra vagy a cég továbbadására elég korán elkezdni felkészülni. Azt tulajdonképpen a már cégalapításkor, illetve az első sikerek elérésekor el kell indítani – hiszen semmi nem tart örökké.



**Bo Burlingham: Finish Big**  
**How Great Entrepreneurs Exit Their Companies on Top**  
Portfolio-Penglin, 2014



**SZENDRŐI GÁBOR**  
VEZETŐ PARTNER  
IMAP MB PARTNERS  
GABOR.SZENDROI@IMAP.HU

# A „NEM” KOCKÁZATAI

**Milyen olyan tényezők vannak, amelyek egyik pillanatról a másikra lavinaszerűen boríthatják a cégeladást, illetve mik az eladók vagy vevők elutasító válaszainak hátterei (pl.: vevőkitettség, új technológia)**

A tranzakcióra vonatkozó nemleges válaszok (mind vevő és mind eladó részéről) kockázatai a tranzakció során különböző mérföldköveknel jöhetnek elő és így mások is a következmények. Jelen téma esetében osszuk egy+négy fázisra a tranzakciós folyamatot, ahol a plusz egy fázis a tranzakció előtti időszakot jelöli és a „négy” pedig a szokásos tranzakciós folyamatra utal:

- előkészítési/dokumentációs fázis
- ajánlati fázis
- átvilágítási fázis
- szerződéskötési/zárási fázis

Mikor szoktak az eladók „NEM”-et mondani és mi állhat ennek hátterében:

## Tranzakció előtt

**Eladó általi „NEM”-et mondani a tranzakció előtt két esetben szokás a tapasztalatok szerint:**

- **Közvetlenül a Tanácsadónak**, aki csupán kapcsolatfelvétel szándékkal kereste meg az eladót, vagy esetlegesen egy vevőjelölt megbízásával.
- **Bejelentkezett vevő jelöltnek**. A tapasztalatok szerint a „nem” elutasító válasz kockázata még nem olyan nagy, mivel általában az eladók annyira a társasággal vannak elfoglalva – konstruktív értelmében –, és annak is általában a növekedési, expanziós szakaszával, hogy még egyáltalán nem gondolják érettnek a céget vagy önmagukat hogy kiszálljanak.

## Előkészítési dokumentációs fázis

**Nemleges reakciót tapasztalhatunk a tulajdonos/eladó részéről abban az esetben, ha valami olyan „materiális” fejlemény történik, ami miatt a tulajdonos abbahagyja a folyamatot.**

- Pl. annyi megrendelést kapott és annyira elkezd szárnyalni a cég hogy rövid távon még a tulajdonos akarja learatni annak gyümölcseit. Ennek a másik oldala, ha valami negatív hatású esemény következett be, aminek következtében a társaság forgalma vagy nyeresége szignifikánsan lecsökken(t)
- Szabályozási változások az iparágban, amelyek negatívan hatnak a cégértékre, és ez eladói „visszavonulásra” is okot ad(hat).

## Ajánlati fázis

**Ez az a fázis, ahol tipikusan bekövetkeznek az „ominózus” NEM válaszok az eladók részéről: Nagyon fontos hogy megvizsgáljuk és különbséget tegyünk a NEM válaszok között, mivel azok ritkán kompromisszum-nélküliek.**

Sokszor az eladók a viszonylagos fair árazás ellenére mondanak nemet, mert úgy érzik, hogy az ajánlat struktúrája nem kellően vonzó számukra, és inkább kívárnak. Emögött mindig az a megfontolás áll, hogy a társaság jobban fog teljesíteni, nem lesznek már meg, vagy nem olyan mértékben a vételár romboló tényezők, mint pl. túlzott vevőkitettség, nagy volumenű beruházások stb. Ugyanakkor a vevők részéről tanúsított rugalmatlanság könnyen hozzájárulhat ahhoz, hogy az eladók is „befeszülnek” és ők is rugalmatlanabban állnak a tranzakcióhoz és egy esetleges holtpontra inkább visszatérnek.

Ezért fontos a tranzakciós tanácsadó jelenléte és tapasztalata, mert ilyen helyzetek kezelésében ők járatosak és tudják hogy mi az ilyen feszes helyzetekben a legoptimálisabb viselkedési stratégia.

- Vevő részéről lehet egy direkt „nem” válasz az Ajánlati fázisban, és ezzel ki is mentik magukat hogy ajánlatot adjanak. Tipikusan egy menedzsment találkozó(k) után és pár Q&A (kérdés-válasz sorozat eladó és vevő között) forduló után történik a vevői meghátrálás. Általános indoklás tipikusan az, hogy a felmért kockázatokkal együtt és a kihasználható szinergiák szűk köre miatt nem akarnak akvirálni. Tehát ilyen esetekben nem ár kérdése, hanem hogy nem illeszkedik teljesen az eladó cég a vevő „portfóliójába”.
- A másik típusú nemleges válasz, az egy összetettebb „nem”, de amögött mindig is az eladó egyfajta elégedetlensége tűnik ki. Többszöri forduló és „csörte” után az eladó általában nem azt az árazást és struktúrát kapja, amit megálmodott. Esetleg még párosulhat egyfajta eladói rugalmatlansággal is. Ilyenkor az eladó által kért módosítási igény nem találkozik a vevői toleranciával.

A kérdés az lehet, hogy ki döntött jól: ezt persze az idő fogja igazolni, de tapasztalatunk szerint kb. 40–60% az aránya a nyerő-nem nyerő eladóknak, vagyis az idő előrehaladtával többen voltak az olyan eladók akiknek talán jobb lett volna eladni társaságukat korábban, mert a társaság időközben kockázatosabb lett, csökkenő forgalmú és/vagy nyereségű évek következtek.

**Nehéz helyzetben vannak ebben abban a döntési szituációban a tulajdonosok**, mert természetüknél fogya is az átlagnál optimistábbak, és óhatatlanul optimistábban ítélik meg saját és cégük helyzetét. Nem irreálisan, de az adott megrendelésállományuk, piaci helyzetük, erősségük stb. figyelembevételével az átlagnál talán optimistábbban. Hiszen ezért (is) lett a cégük sikeres, és befektetők által is keresett. De épp ezért is elvitathatatlan egy tranzakciós tanácsadó objektív rálátása az adott helyzetre, és legalább ilyen döntési helyzetekben érdemes konzultálni egy külső szakértővel.

## Átvilágítás fázis

- Itt ritkábbak már az eladó általi „nem”-ek, csak olyankor fordulnak elő, ha az átvilágítási eredmény birtokában a vevők szignifikánsan eltérnek a korábbi Ajánlatban (LOI) leírtaktól. Itt is a mérték a kérdés, hogy az Ajánlathoz képest mennyire lényeges az eltérés. Általában egy 10% feletti vételár csökkentés, (ha minden más tényező változatlan), eladói nemleges reakciót válhat ki, de soha nem

azonnal és tárgyalás nélkül. Mivel az eladók abban érdekeltek, hogy ténylegesen kiszálljanak a társaságukból, ezért még mindig ők a rugalmasabbak, nagy általánosságban. Az eladói visszavonulás egy vevő általi komolyabb árazási és strukturális módosítás után következik be.

- Ugyanakkor ebben a fázisban jobban érthető és alátámasztható egy azonnali nemleges válasz a vevő részéről, mivel rendelkezésre áll az átvilágítás során elvégzett kockázati jelentés. Ha olyan mértékű a kockázat, és kétséges annak orvoslása (vissza-menőleges adókockázatok, amelynek várható mértéke nagyságrendileg a vételár meghatározó összegét is elérheti), akkor a feltárt kockázatokra hivatkozva a vevők elállnak a további tárgyalásoktól.

Az eladói „nem” kockázata ebben a fázisban kisebb és alátámaszthatóbb, mert általában csak vevő általi, az Ajánlathoz képest szignifikáns módosítások után lépnek vissza.

## Szerződés-kötési/zárási fázis

- Ez a fázis annyiban hasonlít az Ajánlati fázisra, hogy itt is Vevők és Eladók érdekei feszülnek egymásnak és kiütközhetnek az egyik vagy mindkét fél rugalmatlanságból fakadó ellentétek: saját érdekek mennyire helyeződnek a tranzakció kompromisszumos zárása elé.
- Attól függően hogy melyik fél van „urgency” szituációban, kinek fontosabb a tranzakció, várhatóan annál kompromisszum készsebb lesz az a fél.

Összefoglalóan, a „nem” kockázatai vevők részéről abban az esetben jelenhetnek kockázatot az eladók számára, amikor a vevői visszautasítás végső soron abból a „sarokba szorított” helyzetből fakadnak, hogy az eladók folyamatosan feljebb nyomják ill. magukhoz jobban igazítják a vételárat és hozzá kapcsolódó fizetési és egyéb feltételek struktúráját. Ez végső soron vevői meghátrálást eredményezhet. A nagy kérdés, hogy ez mekkora kockázat az eladó részéről: érdemes a végletekig húzni a tárgyalópartner türelmét, és futni annak a kockázatát, hogy elesünk egy szakmai szempontból jónak tűnő vevői partnertől. Az alternatíva, hogy az eladók tovább görgetik a cégépítés nehézségeit és pár év múlva újra nekirugaszkoznak, és talán akkor már kompromisszum-képesebben, növekvő cégérték mellett.



**ALMÁSI LEVENTE**  
ÜGYVEZETŐ IGAZGATÓ  
IMAP MB PARTNERS  
LEVENTE.ALMASI@IMAPHU



**ALPROSYS**  
SONDERMASCHINENBAU

# INTERJÚ JÁMBOR JÁNOSSEL

HAZAI ÉS NÉMET NYELVTERÜLETŰ ÉRDEKELTSÉGEI RÉVÉN INGATLANBEFEKTETÉSEK, AUTÓIPAR ÉS GÉPGYÁRTÁS ÁLLNAK MOST ÉRDEKLŐDÉSÉNEK KÖZÉPPONTJÁBAN, DE TOVÁBBRA IS AKTÍVAN KERES IZGALMAS ÚJ LEHETŐSÉGEKET. EURÓPAI LUXUS- ÉS SPORTAUTÓGYÁRAK BESZÁLLÍTÓJA IS LETT, BUGATTI, LAMBORGHINI ÉS PORSCHE KAROSSZÉRIA-ELEMEK IS KÉSZÜLNEK NÉMET ÉS OSZTRÁK CÉGEIBEN.

A németországi üzleti életet és a helyi elvárásokat jól ismeri, nem csak drezdai közlekedéstudományi diplomája révén: 30 éve van jelen a piacon. A kezdeti sikeres időszak után az elmúlt években az építőipar és élelmiszeripar háttérbe szorult és legutóbbi akvizíciója révén is a gépgyártási iparágban erősített – 2015 tavaszán vásárolta meg az Alprosys cégcsoport meghatározó többségét.

A győri székhelyű Alprosys – 15 évet meghaladó szakmai múltjával – vezető hazai szereplő lett az egyedi gépek, gyártósorok, -cellák és azok főbb elemeinek tervezésében, gyártásában, összeszerelésében, karbantartásában, valamint kapcsolódó mérnöki szolgáltatások nyújtásában. A csoport vevőkörébe vezető nemzetközi autógyárak helyi leányvállalatai,

elektronikai OEM gyártók és Tier1-es, elsősorban autóiipari beszállítók tartoznak. Az Alprosys eladóit, a korábbi alapítókat az IMAP MB Partners képviselte tranzakciós tanácsadóként.

Jámbor Jánost most ez utóbbi cégvásárlás tapasztalatairól, a főbb elkerülendő buktatókról és a tranzakció utóéletéről is kérdeztük.

**Milyen főbb befektetési szempontokat mérlegelnek, amikor cégvásárlás révén egy-egy korábban ismeretlen, vagy csak részben ismert iparágban szereznek érdekeltséget?**

A szempontok elég sokrétűek. Kezdjük a pénzügyi mutatókkal, eladósodottság, jövedelmezőség, piacon betöltött szerep, az iparág és azon belül az adott cég

várható jövőbeli működése, eredményessége. Aztán természetesen az ár, azaz belefér-e a mi lehetőségeinkbe, kell-e hozzá hitelt felvenni, ha igen, milyen mértékű lesz az új eladósodottság. A földrajzi elhelyezkedés is szempont, de ez már összefügg a tevékenységgel, mert pl. egy termelő egységnél inkább a munkaerő megléte számít, addig egy kereskedelmi egységnél a környék vásárlóereje, stb. Itt jön egy további fontos szempont: a társaság menedzsmentje mennyire tűnik megfelelőnek és elhivatottnak, munkaerő ellátottság megfelelő-e, és adott esetben pótolható-e?

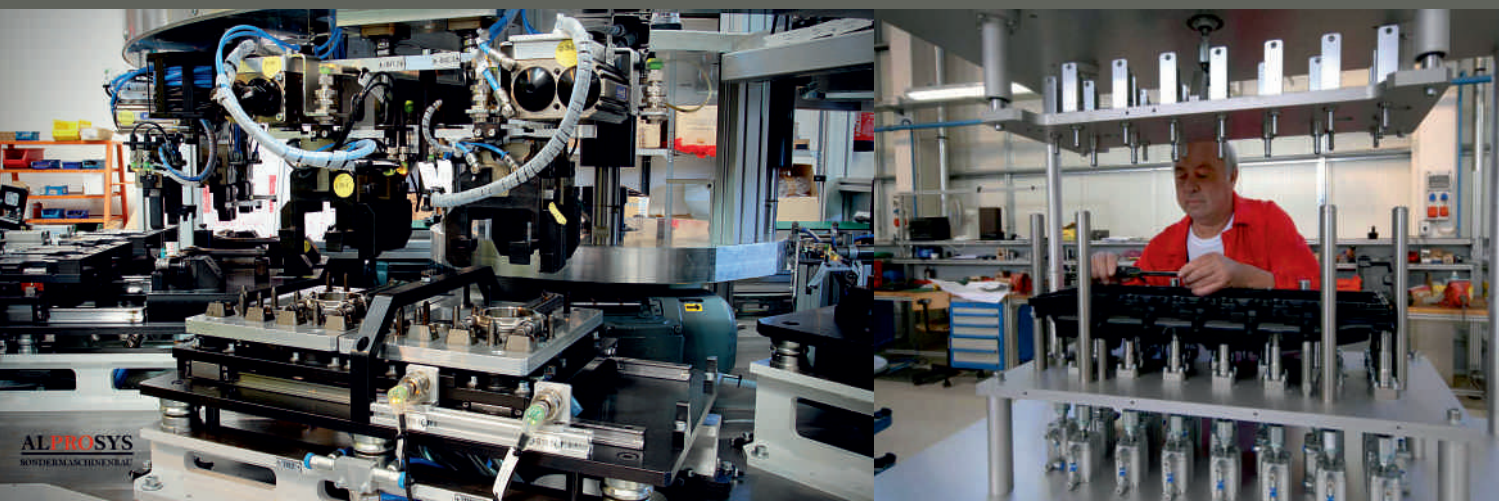
**Melyek voltak azok a döntő tényezők, ami az Alprosys megvásárlására ösztönözték?**

Röviden: tevékenység, helyszín, ár-érték arány, menedzsment és a piaci lehetőségek. Bővebben: a

Az elhúzódáshoz már volt alkalmunk hozzászokni, sőt a legtöbb esetben le is áll a folyamat, majd egy idő után újraindul. Van úgy, hogy egy adott probléma miatt teljesen leáll a dolog, aztán ha van kompromisszum-készség, illetve megoldási javaslat, folytatódhat. Itt talán nem is meglepetésnek nevezném, de az eladó gyakran változtatta az álláspontját, új változatokat talált ki, amit mi részben „lekövtünk”, de volt itt is egy rövidebb időszak, talán egy hónap, amikor úgy tűnt, hogy nem mi leszünk a vevők.

**Hogyan érzi, milyen fontosabb kompromisszumokat kellett kötni az eladóval a sikeres végkifejlet érdekében?**

Végül is abszolút értelemben vett kompromisszumot nem kellett kötni, legalábbis én úgy érzem. Nyilván pl. az ármeghatározás mindkét részről kíván bizonyos



Pannonbau cégcsoport fő tevékenysége az autóipar körül valósul meg, amibe jól beleillik az Alprosys Kft. profilja. Ebben az esetben mindenképpen egy olyan iparágról beszélünk, amiben a cégcsoport évtizedek óta működik. Győr, mint ipari helyszín, az ott lévő fő megrendelőkkel és munkerővel, autópálya mellett, azaz jó infrastruktúrával, kiváló környezetnek tűnik. A meglévő csarnok kapacitás pedig lehetővé teszi a termelés fokozását, vagy kiegészítő tevékenység felvételét.

**Azt tapasztaljuk, hogy a cégeladások a felek biztos eladási, illetve vételi szándékai mellett is elhúzódhatnak. Milyen esetleges meglepetések érték a folyamat során?**

mértékű kompromisszumot, de hát ez beletartozik abba az üzleti folyamatba, amíg egy első tárgyalásból zárás lesz. A kisebbségi tulajdonosokkal már inkább kellett a kompromisszumkészség. Egyébként több változat volt menet közben, a tulajdonos holding Zrt. megvétele, vagy a működő Kft. megvétele, különböző előnyökkel – hátrányokkal.

**Az előzetes gondolkodás, majd a részletes átvilágítás során voltak olyan feltételezett buktatók, amiket korábbi rossz tapasztalataik miatt rigorózan kerestek?**

Természetesen voltak. Nehéz megítélni egy számunkra ismeretlen cégnek a jövőre vonatkozó működési feltételeit, kilátásait. Ez pedig ugye döntő szempont



egy cégvásárlásnál. Azt is mérlegelni kell, hogy mennyire önálló a cég, mennyire a menedzsment szerzi az új megbízásokat, vagy esetleg a régi tulajdonos szerezte. Döntök-e a régi tulajdonos kapcsolatai, ill. a működéshez hozzátett tevékenysége? Másrészt vigyázni kell, ha egy cég éppen egy kiemelkedően sikeres év után lesz eladó, nagyon jó mutatókkal. Itt szerencsére egy folyamatos, éveken keresztül fejlődést mutató cégről volt szó, nem egy év jól sikerült árbevételét és eredményét mutatóról. De nyilván pénzügyileg is át kellett nézni az ügyletet, hogy esetleges rejtett vagy éppen nem rejtett kötelezettségek léteznek-e.

**Pár hónappal a kapun való bekerülést követően mennyire látják igazoltnak a befektetési folyamat során megfogalmazott előfeltételezéseket, korábbi várakozásokat? Hogy látja most az Alprosys-t, milyen a cég kultúrája, vezetése?**

Egyelőre teljes mértékben megfelel a korábbi várakozásoknak, noha bizonyos strukturális átalakítások nem fejeződtek be, sőt nagyjából egész évben tartani fognak. Ebbe nem csak a szervezet felépítését, hanem a fizikai változásokat is értem. Pl. a meglévő új csarnok befejező munkálatait most fogjuk elkezdni. Majd az is egy komoly logisztikai és szervezési feladat lesz, hogy elkészülte után mindkét csarnok megfelelően ki legyen használva, és az átmeneti időszak semmilyen gondot ne okozzon a gyártásban. A cég vezetése, menedzsmentje kifejezetten jónak tűnik, noha az eltelt idő még nem enged meg mélyreható elemzést.

**Az Alprosys cégvásárlási tárgyalások élményei már letisztulhattak. Milyen megszívlelendő tanácsai vannak a leendő befektetők részére?**

Általánosságban azért ezt nehéz megfogalmazni. Néhány dolgot viszont már a fentiekben is említettem, pl. a feltűnően jó és kiemelkedő utolsó évre nem árt odafigyelni. Ugyan egy döntési helyzet ill. probléma megoldásánál legtöbbször az első gondolat a jó, de mégis célszerű ezt nem azonnal kimondani, hanem átgondolni. Vigyázni kell a cégbemutatókor nyert első „pozitív” hatásokra. Mert kikkel tárgyal a vevőjelölt? Általában a menedzsmenttel, megtévezve esetleg egy közvetítő cég embereivel. Ők általában azért váltak azzá amik, mert határozottak, és erős meggyőzőképességgel rendelkeznek. Így a realitásoknál jóval kedvezőbb kép is kialakulhat bennünk.

Ezért nem kell kapkodni, még ha az „ajtóban” van is a konkurens ajánlat, ami akár jobb is, mint a miénk. Az eladó szerint viszont, ha gyorsan döntünk, akkor mi vehetjük meg az adott céget. Szerintem ilyen nincs, mert akkor már rég eladták volna (ez a helyzet nem az Alprosys esetében fordult elő velünk).



**PAPP LÁSZLÓ**  
IGAZGATÓ  
IMAP MB PARTNERS  
LASZLO.PAPP@IMAP.HU



# LENDVAI

## Boutique Business Law Firm of the Year in Hungary

Global Law Experts Practice Awards 2013

photo by Naky

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

Lendvai és Társai Ügyvédi Társulás  
1025 Budapest, Pusztaszeri út 33/A | +361 353 1165 | [office@lendvaipartners.com](mailto:office@lendvaipartners.com)



## NEMZETKÖZI CÉGVÁSÁRLÓK ÉRDEKLŐDÉSÉNEK FELKELTÉSE **SZEMÉLYES EGYEZTETÉSEK NEW YORKBAN ÉS PÁRIZSBAN**

A HAZAI TRANZAKCIÓS PIACON VÁLLALKOZÁSUKAT ELADNI  
IGYEKVŐ TULAJDONOSOKAT SIKERESEN KÉPVISELŐ  
TRANZAKCIÓS TANÁCSADÓKNAK, AMIK MI IS VAGYUNK,  
KÜLÖNÖSEN JÓL KELL ISMERNIE A POTENCIÁLISAN SZÓBA  
JÖHETŐ BEFEKTETŐKET – SZÁNDÉKAIKAT, ÉRDEKLŐDÉSI  
TERÜLETÜKET, ÉRTÉKELÉSI ELVÁRÁSAIKAT.

Mint ahogy nagyon fontos az is, hogy a tanácsadó minél szélesebb körben juthasson el potenciálisan szóba jöhető nemzetközi befektetőkhez. Elmúlt már az a világ, amikor egy-egy projekttel elég volt „körbeszaladni” a befektetők körében és az érdeklődők „széttépték” a cég papírjait nagy vevői igyekezetükben. Manapság nekünk az eladási folyamat során pont abban van a legnagyobb hozzáadott értékünk, hogy jó ötleteink vannak arról, hogy kiket érdemes egy-egy projekt keretében megszólítanunk.

Ebben ad nekünk nagy segítséget egyrészt maga az IMAP hálózat, ami 40 ország 55 független tanácsadócéget tömörít és ad lehetőséget arra, hogy ezekben az országokban lehetséges vevőket kutassunk fel. De nekünk a vevőkeresésben nagy segítséget nyújt a Wells Fargo-hoz kapcsolódó vállalati pénzügyi és tranzakciós hálózat is – a világ egyik legnagyobb tőzsdei kapitalizációjú bankja is szervezett maga köré egy független pénzügyi tanácsadókból álló hálózatot, melynek közép-európai tagja az IMAP MB Partners anyavállalata, az Oriens. Ez a Wells Fargo-hoz kapcsolódó hálózat is megbízható forrása hazai projektjeink iránt érdeklődő külföldi vevőknek.

2015 júniusa folyamán mindkét hálózaton belül volt egy olyan nemzetközi esemény, amely lehetőséget nyújtott számunkra arra, hogy potenciális nemzetközi befektetőkkel találkozzunk, és az országot, valamint ide való, elsősorban cégfelvásárláson keresztül történő befektetést népszerűsítsük.

A Wells Fargo befektetési banki divíziója június elején New Yorkban tartotta évi rendes partnerkonferenciáját. Ezen a résztvevőknek lehetőségük nyílt az amerikai makrogazdaságról, üzleti kilátásokról és tranzakciós trendekről információkat szerezni. Emellett számos, nemzetközi növekedési aspirációval rendelkező nagyvállalat képviselőjével is lehetőségünk nyílt eszmecserét folytatni, érdeklődési területeik feltérképezésére. Közép- és Kelet-Európa vonatkozásában főként az információtechnológia és az egészségügyi gépek és berendezések gyártása területén mutatkozott kereslet. A beszélgetőpartnereim kiemelték, hogy amerikai cégek szempontjából jóval kevésbé az alkatrészgyártás és -összeszerelés érdekes. Ez az álláspont egyébként tapasztalataink szerint ellentéte azzal, amit német és egyéb európai érdeklődőknél tapasztalunk. Az amerikai befektetőknek inkább az érdekes, hogy egy potenciális tranzakciós célpontnak legyen speciális és levédett vagy levédhető tudása, ismert és máshova is elvihető márkája, kiépített

és védhető piaca – azaz maga a termék legyen egy olyan önálló entitás, ami elvihető más földrészre, illetve a cég legyen teljesen bevezetett működési területein, hogy az aztán a tranzakciós partner számára is eladási platformként tudjon működni saját területén.

A konferencia során nem csak az amerikai bankárokkal és ügyfelekkel, de a hálózathoz tartozó többi független tranzakciós tanácsadóval is sikerült párbeszédet folytatni. A francia kollegáinkkal az információtechnológia és a gépgyártás területén; a német csapattal fémfeldolgozás területén; a törökökkel pedig az élelmiszeripar területén meglévő befektetési lehetőségeket boncolgattuk.

Mindezek a beszélgetések kezdetiek voltak és lehetőségek feltérképezését szolgálták. Reményeink szerint ugyanakkor a következő hónapokban több területen is előrelépés történik majd, ami konkrét tranzakcióban csúcsosodik.

Természetében kicsit másfajta eseményen vettünk részt az IMAP-os partnertársaságaink szervezésében és részvételével Párizsban. A Societex, a francia IMAP tag hívta meg ügyfeleit és potenciális jövőbeni ügyfeleit egy Közép- és Kelet-Európával foglalkozó konferenciára. Ezen az eseményen lengyel, cseh és horvát kollégák mellett mi is bemutattuk országunk gazdaságát, a tranzakciós piacot és konkrétan beszéltünk lehetséges tranzakciókról is. Meglepő volt, hogy a résztvevő 40-50 gazdasági vezető mennyire nem volt tisztában a régió gazdasági teljesítményével: az európai átlagot jelentősen meghaladó növekedéssel, a német gazdasághoz való kapcsolódás méretével és jelentőségével, valamint azzal a ténnyel, hogy ezek a gazdaságok mennyire komplexek (azaz mennyire elől állnak a technológiailag) és a munkaerőpiacuk, főként európai összehasonlításban, mennyire rugalmas.

A konferencia során több konkrét megkeresés érkezett projektjeink kapcsán, komoly reményünk van tehát arra, hogy az idei év januárjához hasonlóan, amikor egy francia ügyfelünk számára zártunk tranzakciót, idén más francia befektetőket is az országba hozunk.



**SZENDRŐI GÁBOR**  
VEZETŐ PARTNER  
IMAP MB PARTNERS  
GABOR.SZENDROI@IMAP.HU



RÉGIÓS MAKROGAZDASÁGI KITEKINTÉS

# KELET-KÖZÉP-EURÓPA AZ EURÓPAI NÖVEKEDÉS MOTORJA

---

A KELET-KÖZÉP-EURÓPAI ORSZÁGOK 2004-ES UNIÓS CSATLAKOZÁSÁT KÖVETŐEN EGYÖNTETŰ VÁRAKOZÁS VOLT, HOGY A KORÁBBAN MEGINDULT FELZÁRKÓZÁSI FOLYAMAT TÖRETLENÜL FOLYTATÓDNI FOG.

---

A konvergencia azonban nem volt zökkenőmentes – Magyarország strukturális problémái miatt már 2005-től kezdve nem tudott számottevő növekedést felmutatni, a régió többi, stabilabb gazdaságának fejlődését pedig a 2008-2009-es válság vetette vissza. 2014-től kezdve azonban a trend megfordulni látszik – a kelet-közép-európai országok érték el a legnagyobb növekedési ütemeket az Európai Unión belül. 2015 első negyedévében Románia és Csehország 4% körüli éves növekedési ütemet ért el, Lengyelország, Magyarország és Szlovákia pedig 3,0–3,5% közötti növekedéssel büszkélkedhet. Az Európai Bizottság előrejelzése szerint a régiós országokban Bulgária kivételével a következő két évben 2,5–3,5% közötti éves GDP bővülés várható. Várakozásaink szerint a

megindult kedvező konjunktúra a következő években is folytatódni fog és a régiós országok az unió növekedési motorjává válhatnak.

## A növekedés forrásai – külső kereslet

A kedvező növekedési folyamatok egyik legfontosabb forrása az Eurozóna kilábalásának megindulása – a 2009 és 2013 közötti időszak stagnálását követően, 2014-től kezdve egyre javuló kép rajzolódik ki. A megszorítások időszaka lassan a végéhez közeledik, miközben az Európai Központi Bank egyre aktívabb és sikeresebb szerepet vállal a növekedés fellendítésében. A mennyiségi lazításnak köszönhetően

a dél-európai országok adósságpályája fenntarthatóbbá vált, az euró jelentős gyengülése pedig az Eurozóna exporttevékenységét lendítette fel. Kedvező hatással van a konjunktúrára az olajárak csökkenése is, ez azonban csak egyszerű növekedést serkentő tényezőnek tekinthető.

Az exportorientált kelet-közép-európai országok növekedését segíti az európai konjunktúra fellendülése, különösen a legfontosabb kereskedelmi partner, Németország gazdasági kilátásainak javulása. A 2014-es év 1,6%-os növekedését követően, 2015–2016-ban a német gazdaság 2,0%-os növekedését várják az elemzők. A konjunktúra-érzékeny feldolgozóipari exportnak nagymértékben kitett régiós országok (Csehország, Szlovákia és Magyarország) számára különösen kedvező hír a német növekedés fellendülése.

## A növekedés forrásai – belső kereslet

A régiós növekedési kilátások szerencsére nem csupán a külső kereslet kedvező alakulása miatt javulnak, hanem egyre nagyobb szerepet kap a belső kereslet fellendülése is. Amennyiben a fogyasztás és a beruházás növekedése tartóssá válik, úgy a régiós országok növekedési szerkezete is kiegyensúlyozottabb lesz, a növekedés pedig fenntarthatóbbá válik. A belső kereslet növekedése egyelőre azonban főként egyszerű tényezőkre vezethető vissza – a fogyasztás esetében az alacsony szintre csökkenő infláció, a beruházások esetében pedig az EU-támogatások lehívásának fellendülése vezetett kedvező eredményekre.

A visszafogott fogyasztási szint és az olajárzuhanás miatt bekövetkező energiaár-csökkenés az inflációs várakozások drámai csökkenéséhez vezetett – 2015-ben minden régiós országban 0% körüli infláció várható, de a középtávú inflációs várakozások sem haladják meg a 2%-os mértéket. A gyorsan csökkenő infláció a reálbérek emelkedéséhez vezetett, ez pedig minden régiós országban kedvező hatással volt a fogyasztás fellendülésére. A konjunktúra javulása a munkaerőpiacon is tetten érhető – a munkanélküliség a régióban csökkenésnek indult, ami pedig tovább élénkíti a fogyasztást.

Az elmúlt időszakban tapasztalható beruházási fellendülés Lengyelországban és Magyarországon is elsősorban az EU-s támogatásoknak volt köszönhető. Az EU-s pénzek lehívásában gyengébben teljesítő

Csehországban, Romániában és Bulgáriában lényegesen elmaradt a beruházás-növekedés a régió többi országához képest. Az EU-s támogatások a következő évek növekedésében is meghatározó szerepet fognak játszani – a legtöbb régiós ország számára a 2014–2020-as költségvetési ciklusban is a korábbi időszakhoz hasonló mértékű támogatás áll majd rendelkezésre. A lehívásban gyengébben teljesítő országok pedig igyekeznek felzárkózni és a támogatások felhasználását gyorsító programokat indítanak. Az EU-s támogatásokhoz azonban növekedési kockázatok is kapcsolódnak – mivel a pénzek lehívása a költségvetési ciklusok utolsó éveire és az azt követő két évre koncentrálódik, ezért a költségvetési periódusok közepén óhatatlanul is visszaesik a lehívható támogatások mértéke. 2016–2017-ben lényegesen kevesebb EU-s forrás fog majd a régiós országok rendelkezésére állni, mint az azt megelőző években. Éppen ezért nagyon fontos kérdés a növekedés fenntarthatósága szempontjából, hogy a magánszektor beruházásai mennyire lesznek képesek pótolni a kieső uniós támogatásokat.

A nyugat-európai konjunktúra fellendülése kedvezően hathat a régióba érkező FDI-ra is – egy 2014-ben készült felmérés szerint a régió legnagyobb FDI befektetőjének számító Németország régióban működő vállalatainak jelentős része további beruházásokat tervez a kelet-közép-európai országokban a következő években. A befektetési hajlandóságot növeli a régió országainak makrogazdasági és politikai stabilitása, az olcsó, de képzett munkaerő jelenléte és a nyugat-európai piacokhoz való fizikai közelség is. Ugyanakkor fontos hangsúlyozni azt is, hogy ha lesz is kedvező fordulat a régióba történő FDI beáramlásban, akkor sem várható a válság előtt tapasztalt FDI szintekhez való visszatérés a következő években.

A kelet-közép-európai országok növekedésének 2014 óta tapasztalható fellendülése tehát elsősorban külső, egyszerű tényezőkön alapul – növekvő exportkereslet, EU-támogatások és csökkenő energiaárak. A növekedés hosszú távú fenntarthatósága pedig azon fog múlni, hogy mennyire sikerül majd az ideig-óráig kitartó külső tényezők helyett tartós belső növekedési motorokat találni.



**DELIKÁT ZSUZSA**  
KUTATÁSI VEZETŐ  
ORIENS IM  
ZSUZSA.DELIKAT@  
ORIENSIM.COM

# MI REJLIK AZ ÉRTÉKELÉSI SZORZÓSZÁM MÖGÖTT?

MINDEN EGYES CÉGTULAJDONOS FEJÉBEN MEGFORDUL A GONDOLAT, HOGY VAJON MENNYIT IS ÉRNET A VÁLLALATA. ILYENKOR JÓ VISZONYÍTÁSI ALAPOT JELENT, HA MEGNÉZZÜK AZ ADOTT IPARÁGBAN LEZAJLÓTT TRANZAKCIÓK ÁRAZÁSÁT.

Példaként a Cégérték magazin 2014. október-november havi számában (Felvásárlási körkép) említettük, hogy az utazáskereséshez internetes keresési szolgáltatásokat nyújtó nagy-britanniai Skyscanner felvásárolta a mobilkészítők gyártott applikációk fejlesztésével foglalkozó magyar Distinction Kft-t. Piaci információk szerint a hitelállomány levonása előtti cégérték (EV) 615 mFt volt. Ha figyelembe vesszük a társaság 2013-as üzemi eredményét (EBIT = 124 mFt), akkor az értékelési szorzószám, vagyis EV / EBIT = 4.96x volt. Számos kérdés felmerülhet ilyenkor az olvasóban: ez most drágának vagy olcsónak számít; miért pont ennyi; hogyan jutottak erre az eredményre? Cikkünkben azt járjuk körül, hogy milyen tényezők befolyásolják a cégértéket és mit lehet tenni egy eladásra való felkészülés során, hogy az eladó maximalizálja a vételárát.

A két leggyakrabban használt cégértékelési módszer: a jövedelem alapú, diszkontált cash flow (DCF) alapú értékelés, valamint a piaci összehasonlító árazási szorzókon alapuló (relatív) értékelés. A DCF alapú értékelés során a társaság értékét a jövőbeni szabad pénzáramlások jelenértéke határozza meg. A szorzószámok értékelés során pedig az adott iparágban, hasonló méretű, közelmúltban lezajlott tranzakciók során alkalmazott átlagos mutatószám szolgál iránymutatásként.

A DCF alapú értékelés elvégzéséhez készíteni kell egy több éves üzleti tervet, modellezni kell az árbevétel, költségek, vagyis az eredményesség jövőbeni alakulását. Továbbá meg kell határozni számos más tényezőt is, mint pl. beruházási terv, forgótőke-szükséglet alakulása, finanszírozási terv stb. Tehát számos bizonytalansági tényezője van ennek az értékelési módszernek, mely hatással lehet a végső cégértékre. Leegyszerűsítve a cégérték meghatározása az alábbi formulával történik:

$$EV = FCFF / (r - g)$$

ahol EV: cégérték (Enterprise Value)

FCFF: szabad cash flow (Free Cash Flow to Firm)

r: diszkontráta (elvárt hozam)

g: növekedési ütem

## A DCF alapú értékelés előnyei

- Az üzlet értéke a várható szabad pénzáramlások jelenértéke.
- Megmutatja a vizsgált társaság belső értékét, figyelembe véve az üzletvitel minden aspektusát, beleértve a materiális és az immateriális tényezőket is.
- Lehetőséget ad különböző pénzügyi teljesítménybeli scenáriók kiértékelésére.
- Piaci torzulásoktól független, mint például piaci buborékok vagy recessziós időszakok.

## A DCF alapú értékelés hátrányai

- Az értékelés megbízhatósága erősen függ az input adatok minőségétől, melyek sok esetben a cégvezető becslésein alapszanak.
- A DCF értékelés ingadozhat, ha a pénzáram nehezen tervezhető.
- Frissen alapított vagy veszteséges társaságok esetében nehezen becsülhetőek a jövőbeli sarokszámok.

A szorzószámok értékelés első ránézésre sokkal egyszerűbbnek tűnik. Ez technikailag igaz, de ha tisztában vagyunk a mutatószámok mögött rejlő fő értékvezérlő tényezőkkel, akkor látjuk, hogy a két módszer szoros összefüggésben áll egymással. Gyakran használt ilyen mutatószám az EV/EBIT:

## EV = EBIT x szorzószám

EV: Cégérték (Enterprise Value)

EBIT: üzemi eredmény

szorzószám: iparág specifikus mutatószám

## A szorzószámok értékelés előnyei

- Könnyen végrehajtható (sokkal kevesebb feltételezés és adat szükséges és gyorsabban elkészíthető, mint a DCF alapú értékelés).
- Egyszerűbb megérteni, könnyebben bemutatható.
- Sokkal jobban tükrözi a vevők jelenlegi árazási szintjeit, mivel relatív, nem pedig belső értéket mér.

## A szorzószámok értékelés hátrányai

- Az összehasonlítható tranzakciók összegyűjtése nehéz lehet, mivel sok tranzakció esetében nincsenek nyilvánosan elérhető adatok.
- Sérülékeny a manipulálhatósága miatt (összehasonlíthatóság definíciója).

- Piaci alapú, emiatt a szorzószámok torzulhatnak az adott időszaki gazdasági környezet hatások következtében.

Ahhoz, hogy megkapjuk a két értékelési módszer közötti összefüggést, egy picit jobban bele kell merülni a fenti formulákba.

A szabad cash flow nem más, mint a társaság fő tevékenysége által generált profit csökkentve a befektetett tőke értékével. Más szóval:

#### FCFF = NOPLAT – Nettó befektetések

NOPLAT: adózott üzemi eredmény (EBIT x (1 - t)),

ahol a t: adókulcs

Nettó befektetések:

CAPEX + NWC növekedése - értékcsökkenés

ahol CAPEX: tárgyi eszköz beruházások, NWC: forgótőke növekedése

Tehát az FCFF az összes forrás (idegen és saját), a befektetett tőkével arányos hozam és a visszaforgatott források jövedelmezőségének függvénye. A befektetett tőkével arányos hozamot mutatja a ROIC mutató:

#### ROIC = NOPLAT / IC

IC: befektetett tőke (saját tőke + hitelek)

Újrabefektetési ráta (IR) megmutatja, hogy adott évi NOPLAT mekkora hányadát forgatja vissza a vállalat a működést szolgáló eszközök bővítésébe:

#### IR = Nettó befektetések / NOPLAT

átrendezve: **Nettó befektetések = NOPLAT x IR**

A növekedési ráta (g) megmutatja, hogy évente mennyivel növekszik a korrigált működési eredmény, ami nem más, mint a befektetett tőke jövedelmezőségének és az újrabefektetési rátának a szorzata: **g=ROIC x IR**  
átrendezve: **IR=g/ROIC**

#### FCFF = NOPLAT – Nettó befektetések

= NOPLAT - (NOPLAT x IR)

= NOPLAT - (NOPLAT x g / ROIC)

= NOPLAT x (1 - g / ROIC)

= [EBIT x (1 - t)] x (1 - g / ROIC)

A fentieket felhasználva:

**EV = FCFF / (r - g)**

= [[EBIT x (1 - t)] x (1 - g / ROIC)] / (r - g)

Vagyis ha mindkét oldalt elosztjuk az EBIT-el:

**EV / EBIT = [(1 - t) x (1 - g / ROIC)] / (r - g)**

Most már látható, hogy mik az EV / EBIT mutatószám értékvezérlő tényezői:

#### 1. r: diszkontráta (WACC: súlyozott átlagos tőke költség)

- Minél magasabb az elvárt hozam, annál kisebb a szorzó.

b.  $WACC = Re \times (E / (D + E)) + Rd \times (1 - T) \times (D / (D + E))$

c. Cégtulajdonos ráhatása: mérsékelt

#### 2. g: növekedési ütem

- Minél magasabb a növekedési ütem, annál magasabb a szorzó.

b. Cégtulajdonos ráhatása: jelentős

#### 3. t: adókulcs

- Minél magasabb az adókulcs, annál kisebb a szorzó.

b. Cégtulajdonos ráhatása: minimális

#### 4. ROIC: befektetett tőke megtérülése

- Ameddig a ROIC nagyobb, mint az elvárt hozam (r), addig minél magasabb a ROIC, annál nagyobb a szorzó.

b. Cégtulajdonos ráhatása: jelentős

De mit jelent ez egy KKV tulajdonos számára? Azt jelenti, hogy amennyiben a vállalata értékét növelni kívánja, akkor olyan vállalati döntéseket kell hozni, melyek:

#### 1. Csökkentik a működésbe bevont források átlagos tőkeköltségét (WACC)

- tőkeszerkezet optimalizálása a vállalat értékének maximalizálása érdekében (saját tőke és idegen tőke aránya)
- a hitel nem feltétlenül rossz, amennyiben kedvező kondíciók mellett lehetőséget biztosít pozitív megtérüléssel bíró projektek finanszírozására

#### 2. Növelik a szabad cash flow növekedési ütemét (g)

- tőke visszaforgatása új, jövedelmező projektekbe osztalékfizetés helyett

#### 3. Növelik a befektetett tőke megtérülését (ROIC)

- árbevétel növelése (jobb termék vagy szolgáltatás portfólió)
- hatékonyabb költségmenedzsment (olcsóbb anyagbeszerzés, korszerűbb technológia stb.)
- alacsonyabb CAPEX (modern géppark lehetővé teszi a jövőbeni alacsonyabb szintű beruházást)
- hatékonyabb forgótőke menedzsment (gyorsabb készpénz konverzió)
- erős, tulajdonostól független menedzsment, aki képes ambiciózus növekedési terveket megvalósítani

Ahogy a Cégérték sokszor állást foglalt: cégtulajdonosok sokat tehetnek cégük értékének maximalizálásá érdekében – és a cégeladásra ennek megfelelően jó korán el kell kezdeni készülni.



**RUDNER RICHÁRD**  
TANÁCSADÓ  
IMAP MB PARTNERS  
RICHARD.RUDNER@IMAP.HU

FELVÁSÁRLÁSI KÖRKÉP 2015. ÁPRILIS–MÁJUS–JÚNIUS

# KÉSZÜLÉS A NYÁRRRA

FELVÁSÁRLÁSI KÖRKÉP ROVATUNKBAN EZÜTTAL 2015 MÁSODIK NEGYEDÉVÉNEK RÉGIÓS M&A TRANZAKCIÓIT NÉZTÜK MEG RÉSZLETESEBBEN. HABÁR AZ ÖSSZEHASONLÍTÁST MEGNEHEZÍTI, HOGY MOST HÁROM HÓNAP ÜGYLETEIVEL JELENTKEZÜNK, AZT AZÉRT EL LEHET MONDANI, HOGYHA HAVI BONTÁSBAN ELEMEZZÜK AZ ÜGYLETEKET, A JÚNIUSI HÓNAP TRANZAKCIÓSZÁMA NAGY MÉRTÉKBEN ELMARAD A KORÁBBI IDŐSZAKOK DINAMIKÁJÁTÓL. A LEGTÖBB TRANZAKCIÓ EZÜTTAL IS LENGYELORSZÁGBAN ZÁRULT, VISZONT A LEGNAGYOBBAK EZÜTTAL MAGYARORSZÁGHOZ KAPCSOLÓDNAK.

## Magyarország

A magyar piacon három igen jelentősnek számító tranzakció mellett ezúttal számos közép-piaci ügylet is aláírásra került és ellentétben a korábbi időszakokban megszokottól, ezúttal sok esetben külföldi vállalkozás jelent meg befektetőként.

Április elején került aláírásra a korábban 100%-os magyar tulajdonban lévő, majd 2011-től az Advent International tulajdonában álló **Partner in Pet Food** (korábban: Provimi Csoport) értékesítése londoni és New York-i székhellyel rendelkező **Pamplona Capital Management** részére. A Partner in Pet Food-ról elmondható, hogy a budapesti székhelyű társaság Európa egyik legnagyobb saját márkás állateledel gyártója összesen öt gyártóbázissal rendelkezik a kontinensen, termékei a világ 37 országában elérhetőek. A jellemzően 100 millió euró feletti tranzakciókra fókuszáló Pamplona Capital Management 315 millió eurós vételárat fizetett ki a társaságért.

### VÁLLALAT FEL- ÉS KIVÁSÁRLÁSI ÜGYLETEK KÖZÉP- ÉS KELET-EURÓPÁBAN (2015. ÁPRILIS–MÁJUS–JÚNIUS)

Ország	Tranzakciók száma	Ebből határon átvétel
Lengyelország	75	12
Románia	51	15
Csehország	20	3
Szlovénia	13	6
Horvátország	12	2
<b>Magyarország</b>	<b>11</b>	<b>5</b>
Szlovákia	4	1

FORRÁS: THOMSON REUTERS

A Kékkúti Ásványvíz megszerzése után a **Karlovánské Minerální Vody (KMV)** tovább növekedett a hazai piacon, ezúttal az egyik legerősebb márkával rendelkező **Szentkirályi Ásványvíz** többségi tulajdonát vásárolta meg. A magyar piac 20 százalékát birtokló Szentkirályi Ásványvíz Kft. beolvadt a **Central European Mineral Water Holdingba (CEMW)**, amely a KMV-t tulajdonló olasz Pasquale család, illetve a Szentkirályit tulajdonló Balogh Levente közös vállalata.

Június végén került bejelentésre, hogy **MFB** csoporthoz tartozó **Corvinus Nemzetközi Befektetési Zrt.** kifizette a **Budapest Bank Zrt.** 100 százalékos üzletrésének ellenértékét, 700 millió dollárt a General Electric Capital Group számára; ezzel állami kézbe került a Budapest Bank teljes eszközállománya és érdekeltségei, például a Budapest Alapkezelő Zrt., a Budapest Autófinanszírozási Zrt., a Budapest Lízing Zrt. és a Budapest Flotta Zrt.

Érdemes még kiemelni, hogy a logisztikai szektorban is elindult egy átrendeződés. Két nyugat-európai társaság is érdekeltséget vásárolt hazai szállítványozó és fuvarozó társaságban. Május elején a **Maltacourt** nemzetközi szállítványozó cég vette meg az 50 kamionnal és több egymilliárd forint árbevétellel





## JELENTŐSEBB ÜGYLETEK HAZÁNKBAN ÉS A RÉGIÓBAN (2015. ÁPRILIS–MÁJUS–JÚNIUS)

Céltársaság	Céltársaság székhelye	Iparág	Befektető	Befektető székhelye	Célgérték (EV, millió EUR)	Célpont árbevétele (millió EUR)
<b>Magyarország</b>						
Budapest Bank	HU	Pénzügyi szolgáltatás	Corvinus Nemzetközi Befektetési Zrt.	HU	623,7	87,3
Partner In Pet Food	HU	Fogyasztási cikk gyártás	Pamplona Capital Management	GB	315,0	n.a.
Sequenciq Hungary Kft.	HU	Informatika	Hortonworks Inc.	US	n.a.	n.a.
Transpoint International	HU	Logisztika	Trans-Sped Kft.	HU	n.a.	n.a.
Szentkirályi Ásványvíz	HU	Élelmiszeripar	Central Europe Mineral Water Holding	CZ	n.a.	n.a.
Mili-Cargo Kft.	HU	Logisztika	Maltacourt Ltd.	GB	n.a.	3,5
<b>Közép- és Kelet-Európa</b>						
Digi Czech Republic	CZ	Távközlés	Lufusions Sro.	CZ	n.a.	17,4
SCL Biological Czech Sro	CZ	Egészségügy	Primecell Therapeutics	CZ	n.a.	n.a.
Alltoys Sro	CZ	Kiskereskedelem	Wormelen Group	CZ	n.a.	23,0
TDR Doo	HR	Fogyasztási cikk gyártás	British American Tobacco	GB	550,0	144,4
Pro-Klima	HR	Berendezés gyártás	Wolf GmbH	DE	n.a.	11,1
BNP Paribas Bank Polska	PL	Pénzügyi szolgáltatás	Bank Gospodarki Zwycosciowej	PL	558,9	191,6
Bilfinger Infrastructure	PL	Építőipar	Porr Bau GmbH	AT	21,5	88,9
Nordglass Sp Zoo	PL	Alkatrészgyártás	AGC Automotive Europe SA	BE	n.a.	68,3
Gamet SA	PL	Alkatrészgyártás	Stalmot & Wolmet SA	PL	n.a.	26,0
Mera Systemy Sp Zoo	PL	Berendezés gyártás	SPV Greenbet	PL	n.a.	2,8
North Star Shipping	RO	Logisztika	Archer Daniels Midland	US	85,2	25,0
Maglia Srl	RO	Szolgáltatás	Massimo Zanin	IT	n.a.	4,7
Delo DD	SI	Média	FMR Financiranje In Upravljanje Nalozb	SI	7,3	43,8
Zito DD	SI	Élelmiszeripar	Podravka	HR	n.a.	104,6
Dinit Doo	SI	Informatika	Corner Banca SA	CH	n.a.	4,7

FORRÁS: THOMSON REUTERS

rendelkező székesfehérvári **Mili-Cargo Kft-t**, június végén pedig a finn **Transpoint International** kebelezte be az ország számos pontján telephellyel rendelkező **Trans-Sped Kft-t**.

## Kelet-Közép-Európa

A régiós piacokon jellemzően középpiaci tranzakciók zárultak belföldi befektetőkkel, de néhány érdekesebb társaságnál megjelentek a nagy multinacionális vevők is.

**Csehországból** érdemes kiemelni, hogy a Kelet-Közép-Európa legnagyobb magánkézben lévő ISP szolgáltatója, a DIGI Csoport értékesítette leányvállalatát a Lama Energy közüzemi vállalat tulajdonában lévő **Lufusions Csoport** számára.

A lépés az RCS&RDS azon törekvését jelzi, hogy a cég kivonul a számára nem kulcsfontosságú közép-kelet-európai piacokról.

A **British American Tobacco (BAT)** június első napján jelentette be, hogy aláírásra került a megállapodás a horvát Adris Grupa-val, 100%-os leányvállalatának a **TDR**-nek megvételéről. A BAT honlapján megjelent sajtóközlemény szerint a dohányipari óriás 550 millió eurós vételárat fog kifizetni a régió legnagyobb független cigaretta gyártó társaságáért, mely érték TDR Csoport EBITDA eredményének 12,5-szeresét jelenti.

**Lengyelországból** érdemes kiemelni, hogy a mannheimi székhelyű **Bilfinger Csoport** értékesített mélyépítési üzletágát. A varsói székhelyű Bilfinger Infrastructure SA-t az osztrák **Porr Bau GmbH** vásárolta meg piaci információk szerint közel 22 millió euróért. Egy másik érdekes hír volt Lengyelországból, hogy az **AGC Automotive Europe**, Európa egyik legnagyobb autóiipari üvegyártója megvásárolta szélvédőgyártással foglalkozó, 70 millió euró árbevételű **NordGlass Csoportot**.

**Romániában** a legnagyobb ügylet a logisztika területén zárult le. A 25 millió euró árbevételű **North Star Shipping** tengeri hajózással foglalkozó társaságot **Archer Daniels Midland Company** vásárolta meg, piaci információk szerint 95 millió dollárért.

A **szlovén** piac rendkívül aktív volt 2015 második negyedévében, a megszokottól ellentétben számos nagy volumenű tranzakció került aláírásra. Ezek közül érdemes kiemelni, hogy a **Podrovka Csoport** bevásárolta magát a 100 millió euró bevételű friss és fagyasztott pékárukat és édességeket gyártó **Zito Csoportba**.



**ÜNNEP TAMÁS**  
TANÁCSADÓ  
IMAP MB PARTNERS  
TAMAS.UNNEP@IMAP.HU

# IMAP TRANZAKCIÓK

## 2015. ÁPRILIS–MÁJUS

### SCHAKEL AUTOGROEP

**Schakel Utrecht B.V.**  
Hollandia,  
autókereskedés



**Van Bunningen Woerden B.V.**  
Hollandia  
Autókereskedés

A tranzakcióban az IMAP partnere,  
az IMAP DB&S Corporate Finance vett részt.



**SIG Plc**  
Egyesült Királyság  
szigetelő és ventilációs termék forgalmazása



**Multijoint**  
Svájc  
szigetelő és ventilációs termék forgalmazása

A tranzakcióban az IMAP partnere,  
a Kurmann Partners AG vett részt.



**Minemakers Limited**  
Ausztrália  
bányakutatás



**Project Baobab**  
Szeneál  
foszfátelőhely

A tranzakcióban az IMAP partnere,  
az Ascent Capital Partners vett részt.



**FIDUCIAL INFORMATIQUE**  
Franciaország  
KVV specialista IT szolgáltatás



**I'CAR SYSTEMS R2-R3 OPERATIONS**  
Franciaország  
szoftverfejlesztő társaság

A tranzakcióban az IMAP partnere,  
a Societex vett részt.



**Champlain Capital Partners**  
Egyesült Államok  
magántőke befektetési társaság



**Master Cutlery, Inc.**  
Egyesült Államok  
kés és egyéb szűrő-, vágószerszám gyártás

A tranzakcióban az IMAP partnere,  
a Capstone Partners LLC vett részt.



**LDC**  
Egyesült Királyság  
magántőke befektetési társaság



**Away Resorts Holdings Limited**  
Egyesült Királyság  
Üdülőkamp üzemeltető

A tranzakcióban az IMAP partnere,  
a Clearwater International UK vett részt.



**AGRO Merchants Group**  
Egyesült Államok  
hűtött raktárak bérbeadása



**ADB Cool Company**  
Hollandia  
hűtött raktárak bérbeadása

A tranzakcióban az IMAP partnere,  
az IMAP DB&S Corporate Finance vett részt.



**R2i Services**  
Franciaország  
létesítménygazdálkodás



**PEOPLE COCCINELLE**  
Franciaország  
modellügynökség

A tranzakcióban az IMAP partnere,  
a Societex vett részt.



**Rakuten Securities**  
Japán  
online bróker társaság



**FXCM Japan Securities**  
Japán  
online bróker társaság

A tranzakcióban az IMAP partnere,  
a Pinnacle Inc. vett részt.



# CÉLBAÉRT CÉLGÉPGYÁRTÓ

A GYŐRI **KME-ALPROSYS** CÉGCSOPORT 15 ÉVET MEGHALADÓ SZAKMAI MÚLTJÁVAL VEZETŐ HAZAI SZEREPLŐVÉ VÁLT AZ EGYEDI GÉPEK, GYÁRTÓSOROK, -CELLÁK ÉS AZOK FŐBB ELEMEINEK TERVEZÉSÉBEN, GYÁRTÁSÁBAN, ÖSSZESZERELÉSÉBEN, KARBANTARTÁSÁBAN, VALAMINT KAPCSOLÓDÓ SZOLGÁLTATÁSOK NYÚJTÁSÁBAN.

A közel 3 mrd Ft forgalmú csoport vevőkörébe vezető nemzetközi autógyárak helyi leányvállalatai (így többek között az Audi, Mercedes és Suzuki), elektronikai OEM gyártók és Tier1-es, elsősorban autóiipari beszállítók tartoznak.

A befektető, a Pannonbau cégcsoporthoz tartozó húsztíz évet meghaladó múltra tekint vissza. Fő tevékenységi területei az építőipar, élelmiszeripar és gépjármű

forgalmazás. Export vállalkozási tevékenységét alvállalkozóként Németországban, Ausztriában és Hollandiában végzi.

Az Alprosys napi szintű irányítását továbbra is a kereskedelem, tervezés és az operatív vezetés első számú vezetőiből álló tulajdonos-felsővezetés látja el.

A tranzakció fő hajtóerejeként a befektető az Alprosysben felhalmozott további növekedési potenciált és a kiemelkedő referencialistát jelölte meg, ezekre és az új tulajdonos kapcsolataira alapozva a társaság további autóiipari ügyfelek visszatérő beszállítójává válhat.

Az Alprosys eladóinak tranzakciós tanácsadója az IMAP MB Partners volt.

**ALPROSYS**  
SONDERMASCHINENBAU

A győri **Alprosys** cégcsoporthoz tartozó húsztíz évet meghaladó múltra tekint vissza. Fő tevékenységi területei az építőipar, élelmiszeripar és gépjármű

Az eladó tranzakciós tanácsadója az **IMAP MB Partners** volt.



**VÁRKOLY DÓRA**  
ELEMZŐ  
IMAP MB PARTNERS  
DORA.VARKOLY@IMAP.HU



Találjon célba!



Adjon prémium megjelenést  
nyomdai anyagainak 3D UV lakkal!

**MOST INGYENESEN**

kipróbálhatja, keressen minket!



[www.primerate.hu](http://www.primerate.hu)