

Cégerterek- Levél



Cégerterelési és cégerelési hírelvél vállalkozóknak

I. évf. 2. szám. 2006. november

ÉLET-LES – A
Magánbankár
lamentál...



Papírmilliomos rabszolgák – Az óriás profitot termelő eladhatatlan cég esete

Magyar sikertörténet...

Sikeres vállalkozó házaspár kivásárolja versenytársát, „Mamut Rt-t”. A volt állami óriás, monopolpiacokon csak nullszaldót termel így a cég eszközértéken megszerezhető. A nyereség hiány vevőinknek fejtörést okoz. Saját versenytárs cégük – kisebb szereplőként – 40-50%-os fedezeteket termelt... A menedzsment saját zsebre dolgozik?

Az akvizíció után hőseink munkához látnak. Elcsapják a „terméketlen” menedzsmentet és létszámot csökkentenek. „A termelés másodlagos” – gondolják. A nyereséget a kapcsolatrendszer és a kereskedelem termeli, ezt kell fejleszteni.

Hogy ne hogy megint „elfolyjon” a profit, a kereskedelmet és lobbikat saját kézbe veszik. Kicsit több munkával jár, de tovább csökkenthető a létszám, és duzzad a fedezet.

A piaci munka meghozza gyümölcsét. A következő években duplázzák az árbevételt és nyereség-rekordokat döntenek.

A tulajdonosok vérszemet kapnak, és tovább forgatják a liánvágót. Ezúttal a „macerás” exportértékesítést nyirbálják meg. „Ránk nagyobb szükség van itthon. Nem érünk rá utazgatni” – mondják. „Az extraprofit ugyanis az itthoni lobbipiácban rejlik.”

Dől a profit és az osztalék. Embereink hétfő hajnaltól vasárnap estig műszakolnak. A vevőket ki kell szolgálni, az árut be kell szerezni, a céget menedzselni kell. A korábbi létszám ötödére esik vissza, középvezetés nincs. A kereskedelem a sztár, a gyár alvó üzemmódban, távirányítás mellett ketyeg.

Hőseink kiszállnának, de nincs mit eladni. Cégük papíron a nyereség 5-szörösét éri, de a kapcsolatok nehezen átadhatók; a gépekre, ingatlanra pedig menedzsment nélkül nincs kereslet.

A fürdővízzel kiömlött a gyerek. A profitot gépezet helyett a részvényesek termelik... akik eladni csak magukat tudnák... „rabszolgának”.

Egy nagy múltú cég felélte önmagát.

ÉRTÉK-KELL –
*Mikor van
szükségünk
cégértékelésre?*



Egy MBO értéke – „Minél nagyobb befektetőt... és minél több hitelt”

Minden cég annyit ér amennyit a legpénzesebb vevő kész és képes fizetni érte. A vevő pedig legfeljebb annyit fizet, amire ki tudja termelni elvárt hozamát.

Minél kisebb az elvárt hozam, annál nagyobb a vételár. A befektetők a tőzsdei szakcégektől várják el a legalacsonyabb tőkehozamot, évi 10-15%-ot. Ezt a magántőke alapok követik ahol a hozamelvárás 20-25%. (Az MBO-ba fektető menedzsment elvárásai messze meghaladják az alapokét is. Ők néhány év alatt megszeretnének gazdagodni. Kevesebért nem éri meg reszkirozni vagyont, családot, reputációt.)

MBO-kra akkor kerül sor ha gyors, vagy bizalmas eladásra van szükség, illetve ha nem találunk mélyzsebű szakmai befektetőt. Az MBO-kat pénzügyi alapok (és a menedzsment) finanszírozzák, így a szakmai vevők árazásától eltekinthetünk.

A méretgazdaságosság az alapoknál is működik. Az alapkezelés költsége a nagyobb befektetőknél arányosan kisebb. A magántőkések az óriás ügyleteket ezért olcsóbb tőkepénzből – vagyis magasabb értékszorozókon – finanszírozzák.

Ha sikerült a legolcsóbb tőkét megtalálnunk, a kivásárlásunktól elvárt hozam hitelekkel csökkenthető tovább...

A hitel olcsóbb a tőkénél. Minél több hitelt bír el a tranzakció annál magasabb árajánlatokra számíthatnak az eladók.

A hitelek között is megvan az erőssorrend. A befektetők az olcsóbb és kisebb

fedezetigényűekkel kezdik a drágábbak felé haladva.

Hosszú hitel, forgóeszköz hitel, visszlízing, készletfinanszírozás és vevő-faktorálás a sorrend. Ha ez is kevés, akkor behívhatók a mezzanin alapok („félemelet” a tőke és hitel között) akik LIBOR + 4-6%-ot és nyereségrészesedést kérnek, de beérik másodosztályú biztosítékokkal is.

Ha az összes bevonható tőke, hitel és mezzanin sem elég az eladóknak, akkor a hiányzó vételarat nekik kell megfinanszírozni alárendelt eladói kölcsönként.

Ha ilyen sokat kérnek a cégért, akkor bizonyára ki tudja majd termelni az általuk finanszírozott utolsó vételár részletet is...

MÓDSZERTAN –
*A cégértékelés
mikéntjei*



Összehasonlító értékelés – Magáncégek értékelése nyilvános értékadatok alapján

A múlt hónapban a diszkontált cash flow alapú értékelésről beszéltünk. A DCF melletti másik leggyakoribb módszer a tőzsdei és nyilvános részvény- vagy cégaladásvételek publikált cégérték/eredmény arányszámait felhasználó „összehasonlító értékelés”.

Itt azok a szorzószámok a leghasznosabbak amelyek kiszűrik a tőkeszerkezet hatását... vagyis a finanszírozási költségek előtti eredmény-mutatót használnak.

A **számlálóban** a „cégérték” (tőkeérték vagy piaci kapitalizáció + a kamatozó adósságok értéke) vesszük figyelembe.

A **nevezőben** az „EBIT” (üzemi eredmény), „EBITDA” (üzemi cash flow), vagy kis

magáncégek esetén az „SDA” (a vállalkozó által realizált elkölthető eredmény) szerepel.

A szabadpiacon fizetett vételárakról két forrásból értesülhetünk. A tőzsdei részvényárfolyamokból és a nyilvánosan bejelentett vagy a privát adatbázisokból elérhető magántranzakciók kapcsán. (Ez utóbbira példa az International Network of M&A Partners (IMAP) adatbázisa, amiből a Magánbankár Kft is dolgozik)

A tőzsdei árfolyamokhoz könnyen hozzájutunk, de az ezekből szerzett információkat módosítanunk kell, ha azokkal magáncégek értékét akarjuk meghatározni. A nyilvános felvásárlások árazásáról elsősorban szintén a tőzsdei cégek esetében értesülhetünk. Ők általában kötelesek bejelenteni tranzakcióikat.

Azonban a tőzsdei cégek mutatói magáncégek módosítás nélkül nem alkalmazhatók. Milyen kiigazításokra van szükség a tőzsdei szorzószám értékelések esetén?

- Privát cég diszkont: A privát cégek üzletrészei részvényei nehezebben értékesíthetők, mint egy tőzsdei társaságé, ezért alacsonyabb az értékük.
- Likviditási diszkont: Minél kisebb egy értékelt tőzsdei cég kapitalizációja, annál kevesebb intézményi befektető vásárolhatja meg a papírjait. A kisebb likviditás (gyengébb kereslet), alacsonyabb értékkel párosul.
- Méret-diszkont: Általában minél nagyobb egy cég, annál szervezettebb, függetlenebb, tulajdonosától és annál nagyobb piaci részesedéssel rendelkezik. A nagyobb cégek a befektetők számára értékesebbek és a bankok által jobban finanszírozhatók. Tehát minél kisebb a cég annál nagyobb méretdiszkonttal kell számolnunk az értékelésnél.

És most lássuk a konkrét értékelési lépéseket:

1. A vizsgálthoz hasonló tőzsdei és nyilvánosan eladott cégek kiválasztása

2. A vizsgált cég és a nyilvános adatok szerint az eladási szituációk összehasonlítása
3. A Cégevérték / Jövedelem (EBIT, EBITDA, SDA) hányadosok meghatározása
4. A (3.)-ban meghatározott értékkel megszorozzuk az értékelt társaság EBIT, stb. eredményét.
5. A (4.)-ben kialakult értékszámot privátcég-, likviditási, vagy méret-diszkonttal módosítjuk.

PIPEREASZTAL – Cégeladási felkészítés



Factoring, a cégeladások titkos fegyvere

Ahogy erről már beszéltünk a tulajdonosok üzletrészei/részvényeinek értéke nem más, mint CÉGÉRTÉK + KÉSZPÉNZ – KAMATOZÓ HITELEK.

Tehát – adott eredményesség mellett -- minél kevesebb pénzünk van lekötve tárgyi vagy forgóeszközökben, annál többet ér a cégünk.

Nem véletlen, hogy a multi láncok mindent megtesznek, hogy nyújtsák a szállítói határidőket és az év végén fizessék a „bonuszokat”, miközben készpénzért adnak el. Vagy, hogy a multi gyártók *just in time* rendszerben készleteznek. (A 90-es évek elején az angol Marks & Spencer áruházlánc profitjának 75%-a nettó „forgóforrásának” befektetéséből származott.)

A forgóeszköz menedzsment kritikus értékteremtő vagy értékromboló tényező. De mit tegyünk ha „történelmileg úgy alakult” hogy – például multi beszállítóként – jelentős forgóeszköz állományunk halmozódott fel? Ha nem kezeljük a helyzetet, akkor cégeladás esetén a vételár jelentős részének búcsút mondhatunk...

Ilyen esetben érdemes bevetni a factoring titkos fegyverét.

A factoring reputációja, hogy ingatag kisvállalkozások által igénybevett drága finanszírozás. A szegény rokon a hó végén zaciba adja a vevőit, hogy kifizethesse a béreket... Azt már kevesebben tudják, hogy a factoring minőségi vevőállomány esetén a folyószámlahittel is versenyképes lehet, sőt „visszateher nélkül” is igénybe vehető.

Kedvező THM-es factoring lehetőség esetén érdemes a felhalmozódott vevőállományt véglegesen eladni és a befolyó összegből visszafizetni a hiteleket, vagy növelni a bankszámla egyenlegét. Hátrány, hogy a factoring költségei valamelyest csökkenthetik a cégértékelés alapjául szolgáló üzemi eredményt (EBIT), de a befolyó készpénz 100%-ban növeli a vételárat.

A fenti stratégia legjobban akkor alkalmazható, ha a kiugró forgóeszközigény szezonálisan jelentkezik, például a karácsonyi kiszállításokkal összefüggésben.

JOG & SZABÁLY

– *Taposóaknák és elhárításuk*



Árfolyamnyereség adó? – Halasszuk későbbre

A cégeladások kellemetlen velejárója az árfolyamnyereség adó. Egy 3 milliós Kft 1 milliárd forintért történő eladása esetén az adó a 997 milliós „árfolyamnyereség” 25%-a, tehát a vételár negyede az APEH zsebébe kerül.

Az iparüzési adó, bérjárulékok és a társasági adó megfizetése után ez a negyedik bőr, amit az adóhivatal lehúz rólunk mielőtt a

kasszához enged. Az árfolyamnyereség adó különösen akkor kellemetlen, ha a vételárat nem elkölteni, hanem befektetni akarjuk. Ilyenkor a befektetésünk háromnegyedét fialtathatjuk más csak tovább.

Mi a megoldás?

Hála az EU-nak, 2006 januárja óta ez a teher csökkenthető az EU Fúziós Direktíva (2005/19/EK IRÁNYELV) segítségével. Az irányelv célja, hogy az EU-n belüli cégcsoport-átstrukturizációkat adómentessé tegye. Ne kerülhessenek hátrányba az európai cégek p. az USA homogénebb adórendszerben működő vállalkozásaival szemben.

A direktíva magyar megfelelője a „kedvezményezett részvénytársaság”. A cégtulajdonos beapportálhatja üzletrészeit pl. egy holding Kft-be adómentesen. Az üzletrész a Holding értékesíti, és nála csapódik le az árfolyamnyereség is, amely a Holdingból történő kiszállásig adómentesen „vagyongezelhető”.

Vigyázni kell azonban az időzítésre. Ha túl közel szervezünk át a cégeladást időpontjához, az APEH fiktívnek minősítheti az ügyletet. Erre akkor is sor kerülhet, ha nem tudunk az adóoptimalizáláson kívül más előnyt is tulajdonítani az átcsoportosításnak.

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*