



IMAP MB Partners

9. ÉVFOLYAM 68. SZÁM

2014  
MÁRCIUS

INTERJÚ: LAKATOS PÉTER  
AZ ÉRTÉKELÉS PROBLÉMÁI  
VÉTELÁRMEGHATÁROZÁS  
ÉS ZÁRÓMÉRLEG  
IMMATERIÁLIS ESZKÖZÖK  
ADÓJOGI ELŐNYE  
NEM A MÉRET A LÉNYEG  
ERŐSÍTÉS SKANDINÁVIÁBAN

# cégérték

CÉGELADÁS  
TŐKEBEVONÁS  
FELVÁSÁRLÁS

© cégérték Cégeladási, -értékelési, -felvásárlási és tőkebefektetési magazin vállalkozóknak és cégbe-fektetőknek. | 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

CÉGÉRTÉKELÉS

MENNYI IS  
AZ ANNYI?

# CÉGÉRTÉKELÉS MENNYI IS AZ ANNYI?

SZINTE MINDEN TULAJDONOS TUDNI VÉLI, HOGY MENNYIT ÉR A CÉGE.

EZEK AZ ÉRTÉKEK RENDSZERINT VALAMILYEN MÚLTBÉLI INFORMÁCIÓN ALAPULNAK. VAN, AKI ABBÓL INDUL KI, HOGY MENNYI PÉNZT TETT MÁR A TÁRSASÁGBA, MÁSKOR ABBÓL, HOGY ÁLLÍTÓLAG MENNYIÉRT MENT EL EGY

KONKURENS VÁLLALAT, MEGINT MÁSKOR PEDIG EGYSZERŰEN OLVASTÁK VALAHOL, HOGY AZ ILYEN CÉGEK ENNYIT ÉRNEK.

RENDSZERINT AZ ILYEN MEGGYŐZŐDÉSEK MÖGÖTT VAN RÁCIÓ – DE CSAK A LEGRITKÁBB ESETBEN AZONOSAK A CÉG VALÓDI TULAJDONOSI ÉRTÉKÉVEL.

## AKKOR IS MEGÉRI ÉVENTE EGYSZER ELBESZÉLGETNI EGY JÓ TRANZAKCIÓS TANÁCSADÓVAL, HA CSAK 3-5 ÉV MÚLVA SZERETNE KISZÁLLNI.

A cégérték meghatározása gyakorlatilag lehetetlen feladat. Nincs ugyanis egy egzakt szám, amely kifejezné egy társaság értékét. Helyette vannak bizonyos konvenciók, ökölszabályok, amelyek segítenek nagyságrendileg megbecsülni ezt az értéket.

Tapasztalatunk szerint sok tulajdonos nem ismeri ezeket a szabályokat vagy nem pontosan ismeri őket. Gyakran keveredik a cégérték és a saját tőkeérték, az EBITDA és a működési eredmény fogalma vagy éppen a társaság tulajdonában lévő ingatlan beszámítása körül vannak komoly félreértések. Néhány fontos szabályt elmondunk a következő cikkekben, de ezek kapcsán is érdemes fejben tartani, hogy mindez csak a nagyságrendi eligazodásban segít.

Ráadásul minél kisebb az eladásra szánt cég, minél távolabb van a nyugati világ tőkepiacaitól, annál kevésbé hagyatkozhatunk ezekre az értékelési módszerekre. Rendszerint ugyanis teljesen mást jelent egy magyar KKV kimutatott nyeresége, mint az ugyanabban az iparágban tevékenykedő nagy német Mittelstand vállalaté. Előbbi egy kiszámíthatatlan adó-, szabályozási- és devizakörnyezetű országban tevékenykedik; inkább kevés ügyfele van, mint sok; és az ezeken elért nyereség egy része a kapcsán a lehetséges vevők úgyszólván azt feltételezik, hogy nem fenntartható. A megannyi nyugati mutatószám-érték tehát csak korlátozottan érvényes a hazai cégekre. A mi régióinkban viszont nincs elég cég-adásvételi tranzakció ahhoz, hogy bármelyik iparág esetében kialakult árazási gyakorlatról beszélhessünk.

Bármennyit is segítenek a különböző módszerek a becslésben, egy cég értékét végső soron az dönti el, hogy mennyit fizetnek érte. Ezért aztán a helyes kérdés nem is az, hogy mennyit ér a társaság, hanem hogy mennyit is ér a cég egy adott vevőnek. A legjobb,

legnyereségesebb vállalat értéke is töredékére eshet, ha nincs rá megfelelő vevő. Hasonlóképpen, a viszonylag gyengébb társaság értéke is a magasba szökhet, ha több felvásárló is tulajdonolni szeretné és licitálni hajlandó érte.

Ha van egy összeg, amit egy tulajdonos feltétlenül meg szeretne kapni a cégéért, akkor azt is tudnia kell, hogy milyen típusú vevő és miért is fizetne ennyit a társaságért. Ehhez persze ismerni kell a fent már említett, mindenki által használt ökölszabályokat, de azt is, hogy mi az, ami miatt többet vagy kevesebbet adhat ennél a szóban forgó vevő-típus. Piacot akar? Ügyfél-hozzáférést? Technológiát? Know-how-t? Márkát? És főleg: mindezt mennyiért tudják mástól megvenni vagy önmaguk felépíteni a lehetséges vevők? Ennek ismeretében nem csak realisztikus becslést adhatunk a cégértékre, hanem megérthetjük, hogy hogyan lehet azt a társaság rendelkezésére álló erőforrásokból növelni.

Egy ilyen folyamatban nagyon sokat segíthet egy olyan tranzakciós tanácsadó, aki ismeri a magyar KKV-k viszonyait, a vonatkozó iparágat, továbbá a lehetséges vevők körét és gondolkodását is. Ez a háttér, ez a tapasztalat kell ugyanis ahhoz, hogy ne csak az egyszerű ökölszabályokat használja, hanem figyelembe tudja venni mindazokat a tényezőket, amelyek végső soron az eladási ár kialakulásához fognak vezetni.

Ezért aztán akkor is megéri évente egyszer elbeszélgetni egy jó tranzakciós tanácsadóval, ha csak 3-5 év múlva szeretne kiszállni. Tapasztalataink szerint az ilyen korai beszélgetések elősegítik, hogy jól előkészített, alaposan átgondolt és nagy érték növekedést felmutatni képes vállalati sztorik jöjjenek létre. Reméljük szerencsénk lesz ezt egyszer Önnek is bizonyítani.



**ORBÁN KRISZTIÁN**  
ÜGYVEZETŐ  
IMAP MB PARTNERS  
KRISZTIAN.ORBAN@IMAP.HU



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

# CÉGÉRTÉK A BEFEKTETŐ SZEMSZÖGÉBŐL

INTERJÚ **LAKATOS PÉTERREL,**  
A VIDEOTON HOLDING  
VEZÉRIGAZGATÓJÁVAL

**Milyen iparágakban és szektorokban, milyen érettségi fokú cégvásárlási lehetőségeket keres jelenleg a Videoton Holding?**

A Videoton alapjában sosem keresett cégvásárlási lehetőségeket. A válság előtt viszonylag nyitottak voltunk arra, hogy az alaptevékenységükön (szerződéses gyártás) kívül eső, növekedésre esélyes területeken befektessünk, ha megkeresnek minket. Az elmúlt tíz évben összesen három tranzakciót hajtottunk végre, ebből egy – a szűkebb szakmánkon belül – megtérült (KVJ Művek Zrt.) és sikeresnek mondható, a másodikat, amit az MB Partners közvetített számunkra (STS GROUP Zrt.), sajnos le kellett írunk (itt kalandoztunk el a legmesszebb a kaptafától, de a megújuló energiákkal kapcsolatos kormányzati fordulat adta meg a kegyelemdőfést), a harmadiknál azt mondanám, hogy csapataink még harcban állnak (Ventifilt Zrt.).

A szerződéses gyártás területén az elmúlt húsz év tranzakciói a világban megmutatták, hogy csak nagy szerencsével és szelektíven lehet sikeresen céget vásárolni. Az iparág alapja a költségalapú, a vevő

számára transzparens árképzés, ebbe nem fér bele több, mint a ténylegesen használt eszközök pótlási értéken történő amortizációja. Speciális műszaki kompetenciákért elvileg persze lehet prémiumot fizetni, de ehhez biztosítottak kell lennie, hogy a vevő sokszorosára tudja bővíteni a megvásárolt cég rendelésállományát. Miután az európai gyártási piac nem bővül dinamikusan, így kevés az újraosztott torta, ezért az organikus növekedésre koncentrálnunk és az elmúlt években ezzel is 10 százalékos feletti növekedést tudtunk elérni.

**Miből áll, milyen meghatározó tényezőkből épül fel Ön szerint a cégérték (jövőbeli cash-flow termelés, eszközök, menedzsment, szinergiák, geográfia)?**

Az excel tábla közismerten mindent kibír, ott a legkönnyebb az eladást növelni és a költséget csökkenteni, de végül is a kérdés nagyon egyszerű: ha a cég „x” pénz elköltésével A-ból B pontba jutott, növekszik-e jelenértéken az összes lehetséges kimenet súlyozott átlagában legalább x-szel a várható cash-flow. Ezt senki nem tudja előre, ezért egy tulajdonosi,

vállalkozói, vagy menedzsment döntésről van szó, amit a legtöbbször végtelen mennyiségű papírral megtámogatnak, hogy a rosszabb kimenetnél se porolják ki senkinek a hátsó felét. Éppen ezért minden döntés egyedi és az Ön által felsorolt komponensek valamilyen arányban benne vannak.

### Melyek a leggyakoribb értékelési tévhitek az eladók részéről? Milyen érdekesebb példákkal találkozott?

Magyarországon, de tulajdonképpen a régióban is néhány tipikus kategóriára szorítkozik a felajánlott tranzakciók jelentős része (valószínűleg globálisan sincs máshogy):

- Különösen kis, közepes, markáns vezetők által irányított és tulajdonolt cégeknél gyakori, hogy a piacon szeretnék megmérni sokéves munkájuk eredményét, az esetek egy részében a lelkük mélyén nem is akarják eladni, egy másik részében úgy gondolják, hogy ha valaki stratégiai alapon irracionálisan sok pénzt ad érte, akkor tulajdonképpen el is adhatják, de mindenképpen jó érzés látni nekik, hogy értéket teremtettek.
- Nagyon jelentős az értelmes tevékenységet végző, de rövid- vagy hosszú távú likviditási problémákkal szembesülő cégek száma. Itt a tulajdonosok sajnos nehezen szembesülnek azzal, hogy az optimistán kiépített kapacitások terhei olyan magasak, hogy a korábban nyereséges cégük vételára az elképzelésük töredéke lenne csak.
- Gyakori az az eset, hogy az alapító tulajdonos és családja számára – a maguk szempontjából érthetően – az osztalék, a nyereség, a fizetés és a családi kassza egybefolyik, éppen ezért nehezen veszik tudomásul, hogy a 100 millió forintos éves nyereség maximum a felét jelenti, ha akár az ő munkaerejüket fizeti meg a jövőben a cég alkalmazottként, akár a szabadpiacról választ helyettük munkaerőt.
- Régiókban sajnos különösen jellemző, hogy az eladó cégek nem diverzifikált vevő portfólióval

rendelkeznek, hanem néhány, az alapító tulajdonossal különösen jó személyes kapcsolatot kiépítő vevőtől függenek. Ezeknek a cégeknek egy külső, pénzügyi, de akár stratégiai befektető számára is nagyon korlátozott az értékük, mert mérhető az esélye annak, hogy záros határidőn belül az egy-két vevő otthagya a céget és még a cég becsukása is pénzbe kerül.

- Nem szabad elfelejteni, hogy a tranzakciók (legyen ez munkahelyváltás, fejtadás, cégeladás, de akár valamilyen minősítés megszerzése) a közvetítőknél, a szakértőknél a „tuti biznisz”. Számos esetben ők generálják a deal-eket.

### Milyen értékelési módszereket tart célszerűnek és praktikusnak (pl: szorzószám-alapú: EBITDA, P/E; DCF-alapú, vagy egyéb módszerek)?

Nem csak cégvásárláskor, hanem minden üzleti döntésnél alapelvünk, hogy az egyes lehetőségeket önmagukban értékeljük és nem ragadunk le semmilyen önmegnyugtató dogmánál. Az összes értékelési módot érdemes elvégezni, de ezek csak olyanok, mint a radar-jelek, amik jelzik, hogy merre érdemes kutakodnunk.

### Mennyi időt tölt általában a cégek értékelésével és átvilágításával, milyen fokú transzparencia jellemző?

Alacsony az esetszámunk ahhoz, hogy bármilyen ítéletet merjek mondani. Két megjegyzés: a mi gyakorlatunkban az átvilágítás egy hosszú folyamat, ami a vége felé már a kvázi együttélésbe megy át, ahol az esetlegesen megvásárlásra kerülő cég menedzsmentjének lehetősége van eldönteni, hogy szívesen dolgozik-e velünk. Mi céget csak menedzsmenttel, ha lehetséges tulajdonostársként vásárolunk. Így a transzparencia hiánya vagy dolgok elhallgatása bumerángxént visszacsapódna.



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



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

# AZ ÉRTÉKELÉS PROBLÉMÁI

## A szorzósámos értékelés buktatói

Az eladási folyamat első szakaszában az értékelés jellemzően szorzósámos módszerrel történik, melynek során a cég értékét egy nyereségmutató (angol mozaikszóval az EBITDA: earnings before interest, taxes, depreciation and amortisation, ami nem más, mint az üzemi eredmény és az értékcsökkenési leírás összege) és egy iparág specifikus mutatószám szorzataként kapjuk meg. A szorzósámos értékelés természetesen minden más értékelési módszerhez hasonlóan sok bizonytalanságot hordoz magában, de az adatok relatíve könnyű elérhetősége és a módszertan egyszerűsége / „gyorsasága” miatt a leggyakrabban alkalmazott cégértékelési módszer.

A szorzósámos értékelés során felmerülő legelső hibalehetőséget a nyereségmutató megválasztása jelenti. Jellemzően EBITDA alapú értékelés szokott készülni. Fontos kérdés, hogy melyik időszak EBITDA számát érdemes alkalmazni – a múltbeli időszak eredménye (ha igen, hány év átlaga), az idei év vagy esetleg a következő év várható eredménye az, ami a legjobban számít? Ebben a kérdésben természetes módon érdekellentét merül fel a vevő és eladó között – míg a befektető a már meglévő, historikus és lezárt (auditált) eredményekre akar támaszkodni, addig az eladó a cégében rejlő jövőbeli növekedési lehetőséget, legalábbis részben már szeretné érvényre juttatni a vételárban. Más szóval, a befektető a múltat akarja megvenni, az eladó pedig a (a növekedést magába foglaló) jövőt akarja pénzé tenni.

A szorzósámos értékelés másik paramétere az a mutatószám, amit az adott iparágban, földrajzi területen, hasonló méretű, közelmúltban lezajlott tranzakciók átlagából kapunk meg. A szorzószám megválasztása is számos értékelési hiba forrása lehet. A legfőbb problémát a szorzószámokkal kapcsolatban az jelenti, hogy mivel nincs két teljesen egyforma tranzakció, ezért gyakran kompromisszumot kell kötni egyik-másik tényező vonatkozásában. Előfordulhat, hogy a múltbeli tranzakciókban résztvevő cégek tevékenységi köre kisebb-nagyobb mértékben különbözik az értékelés alatt álló cégtől. Gyakran be kell vonni a megfigyeléseinkbe távolabbi országok tranzakcióit is, ha Magyarországon vagy a régióban túlságosan kevés ügylet zajlott le az adott iparágban. A 2008-as válság óta a tranzakciók száma jelentősen

csökkent, ráadásul a válság előtti időszak szorzószámai kevésbé relevánsak a megváltozott környezetben. Ezek eredményeként tehát mindenképpen erős kompromisszumokat kell kötni az átlagos mutató meghatározásakor. A múltbeli tranzakciókat mindig kellő óvatossággal kell kezelni, különös tekintettel a kiugró értékekre – ezekben az esetekben jellemzően egyedi faktorok érvényesülnek és ismerni kell az adott tranzakció részleteit („tiszta” piaci körülmények sérülése, állami szektor szerepe vagy kisebbségi értékesítés, opciós jog érvényesítésével megvalósuló másodszori üzletrész vásárlás).

A szorzósámos értékeléssel kiszámított cégérték a fentiek miatt jelentős bizonytalanságot hordoz magában. Jellemző, hogy az adásvételi folyamat első fázisában csupán tág értékhatárok kerülnek meghatározásra, a további tárgyalásokban pedig fontos szerepe van a tanácsadónak, hogy az adott tartományon belül végül milyen értékeléssel sikerül eladni a céget, milyen prémium faktorokat tud az eladó érvényesíteni az eredeti ajánlati árhoz képest. Ilyen prémium faktor lehet például a növekvő piaci részesedés és árbevétel növekedés, fenntartható és folyamatosan emelkedő nyereségráta, piacvezetői szerep, nemcsak hazai, de regionális domináns piaci pozíció, stb.

## Cégérték és tőkeérték fogalma

Az egyik legtipikusabb hiba, amit a tulajdonosok a cég értékének megállapítása során elkövetnek, a cégérték és tőkeérték fogalmainak helytelen használata. A cégérték, angolul „enterprise value”, nem más, mint a tőkeérték és kamatozó kötelezettségek összege csökkentve a készpénz (vagy készpénz jellegű instrumentumok) értékével. (Cégérték = Tőkeérték + Kamatozó kötelezettségek - Készpénz). A két fogalom közti különbséget a legkézzelfoghatóbb egy egyszerű példával szemléltetni: Egy egymilliárd forintos árbevétellel rendelkező, profitábilis társaság értékesítésére mindösszesen egy eurós vételáron kerül sor. Ebben az esetben az alacsony vételár legvalószínűbb oka a cégben levő óriási hitelállomány. Az új tulajdonos ugyan elenyésző összegért jut hozzá az óriási árbevétellel rendelkező céghez, de a keletkező nyereséget teljes mértékben a hitelt nyújtó bankoknak fogja kifizetni, hogy törlessze a nyomasztó hitelkötelezettséget.

Összefoglalva, a tőkeérték és cégérték közötti különbséget a „plusz / mínusz” finanszírozás adja, ami alatt nettó hitelállományt (ez esetben a cégértéket csökkenteni kell a nettó hitelállománnyal) vagy nettó pénzeszközállományt (ez esetben a cégértéket növelni kell a nettó készpénzállománnyal) értünk. A valóságban a plusz nettó készpénzállomány az eladók, azaz a tulajdonosok által kivethető osztalékot jelenti, vagyis az osztalék összeg a tulajdonosok számára az eladáskor a vételár mellett realizálható. Itt persze az idődimenzió nagyon gyakran eltér a tranzakció zárásától, mivel azt megelőzően szokta a vevő „megengedni”, hogy az eladó osztalékot fizessen ki magának (anélkül, hogy sérülne a társaság normális üzletmenete). A tőkeérték tehát nem más, mint a tulajdonos (tőkejuttatók) számára elérhető vételárérték.

A tranzakciók vételár meghatározásakor a cégértéket korrigálják az elmúlt időszak nettó hitel vagy nettó készpénzállományával. Előfordulhat azonban, hogy az adott időszakban/napon jellemző nettó hitel vagy nettó készpénzállomány mérlegben jelzett adatai nem feltétlenül tipikusak az év egészére nézve, lehetnek csupán osztalékfizetés előtti „felturbózott” számok. A hibalehetőség elkerülése végett mindig célszerű a mérlegben szereplő számok korrigálása – ilyenkor nem egy adott napra kalkuláljuk a nettó hitel és készpénzállományt, hanem például az elmúlt egy év átlagát vesszük figyelembe, mert az ad pontos képet a működés finanszírozásáról.

## Eszközök értékelése – ingatlanok

Gyakori problémát jelent a cégérték meghatározása során, hogy mi történjen az ingatlanokkal. Ingatlan esetén a legegyszerűbb, illetve legtípusosabb megoldást az jelenti, ha a cég az ingatlant egy különálló cégbe szervezi ki, majd éves bérleti díjat számláz az értékesítésre kerülő cégnek. Jellemzően a vevők nem akarják megvenni az ingatlant, hiszen ez jelentős mennyiségű tőkét kötne le az eredeti vételáron felül, és inkább előnyben részesítik az adott ingatlan hasznosítását bérleti konstrukciós formában. Ennek megfelelően az értékelés során a bérleti díjjal korrigált nyereségmutatóval számolt szorzószám módszer alkalmazása a legmegfelelőbb. Amennyiben a

nyereségmutatóval számított cégértéket megnövelnénk az ingatlan – különállóan értékelt – értékével, úgy jelentősen torzított képet kapnánk a cég úgynevezett méltányos piaci („fair”) értékéről. Különleges esetet jelent az, amikor a vállalkozás tulajdonában álló ingatlan többet ér, mint maga az eladandó cég. Ilyenkor megfontolandó, hogy az ingatlan külön kerüljön értékesítésre, akár abban az esetben is, ha így a cég eladhatatlanná válik a hozzá kapcsolódó ingatlanok nélkül; ebben a szélsőséges esetben persze tulajdonosoknak az esetleges cég felszámolásához kapcsolódó egyszeri költségekkel (végkielégítések, kötelezettségek teljesítése) is számolniuk kell.

## A cég értékének változása a tranzakció során

További hibalehetőségre ad okot az is, ha a felek figyelmen kívül hagyják a cég értékének esetleges változásait a tranzakció lebonyolítása során. A tranzakciók jellemzően hosszú folyamatok, nem ritkák az egy év alatt vagy 1-2 év alatt lezajló adásvételek sem. Ennyi idő alatt jelentős változások állhatnak be a cég életében, amik az értékelést is módosíthatják. Az elhúzódó tranzakció komoly veszélyeket rejt magában az eladó számára, hiszen a nyereségmutató átmeneti csökkenése a cég értékének azonnali csökkenését vonhatja maga után. Előfordulhat, hogy a vevő kimondottan a kivárára játszik és igyekszik az értékelést egy-egy rosszabb időszak adatai alapján végrehajtani. Ugyanakkor a tranzakció lebonyolítása drága mulatság a vevő számára is, és ha már jelentős összegeket fordított egy-egy tranzakció lezárására, akkor lényegesen kisebb eséllyel fog visszatáncolni.

A cég értéke módosulhat az adásvételi szerződés aláírása és a tranzakció zárása között is. Az ebből adódó problémák elkerülésére rendszerint a felek ki szoktak térni a szerződésben – amennyiben jelentős változás áll be a cég működésében, akkor mindkét félnek joga lehet változtatni az eredeti feltételeken vagy szélsőséges esetben akár el is állhatnak a tranzakciótól.

A tranzakció során bekövetkezett értékváltozásokból adódó kockázatok mérséklésében nagyon fontos szerepe van a jól megválasztott, nagy tapasztalattal rendelkező tanácsadónak is.



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



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



HORVÁTH GERGELY – LENDVAI ANDRÁS

# VÉTELÁRMEGHATÁROZÁS, ZÁRÓMÉRLEG ÉS VÉTELÁRKORREKCIÓ

A CÉGFELVÁSÁRLÁSOK GYAKORLATÁBAN AZ AJÁNLATTEVŐK ÁLTALÁBAN HITEL- ÉS KÉSZPÉNZMENTES (DEBT-FREE CASH-FREE – DFCF) ÁRRA TESZNEK AJÁNLATOT. E MÖGÖTT A PIACI GYAKORLAT MÖGÖTT ANNAK FELISMERÉSE ÁLL, HOGY A CÉLTÁRSASÁGOK ÉRTÉKELÉSEKOR AZ AJÁNLATTEVŐK A TISZTA CÉGÉRTÉKET VESZIK ALAPUL ÉS FIGYELMEN KÍVÜL HAGYJÁK, HOGY A CÉLTÁRSASÁG MILYEN MÓDON FINANSZÍROZZA MŰKÖDÉSÉT. AZ AJÁNLATTÉTELI FÁZISBAN ALKALMAZOTT KÜLÖNBÖZŐ ÉRTÉKELÉSI MÓDSZEREK ÉS AZ AJÁNLATI ÁR DFCF ALAPÚ MEGKÖZELÍTÉST ALKALMAZNAK.

Ugyanakkor a tranzakciós szerződés szintjén nem lehet eltekinteni attól, hogy a cégvásárláskor céltársaság hitel- és készpénzállománya átszáll a vevőre.

A tranzakciós szerződésben ezért meg kell oldani a ténylegesen létező hitel- és készpénzállomány kezelését, valamint meg kell teremteni a céltársaság értékelésének fő elemeit képező mérlegtételek kiszámításának és ellenőrzésének feltételrendszerét, valamint – amennyiben szükséges – a vételár megfelelő kiigazítására vonatkozó szabályokat.

## **A készpénz- és hitelállomány korrekciója a szerződésben**

A céltársasággal átszálló készpénz és hitelállományt a tranzakciós szerződés általában úgy kezeli, hogy a DFCF alapon meghatározott árat a záraskor korrigálják, és az árból levonják a céltársaság hitelállományának értékét, míg a másik oldalon az árhoz hozzáadják a készpénzállományt. A hitelek esetében ez azt jelenti,



hogy a vevő a megfelelően csökkentett vételárrészt a csoporton belüli hitelek törlesztésére és megszüntetésére használja fel, míg a harmadik személyektől kapott hiteleket – az adott hitelszerződés rendelkezéseitől függően – átveszi a céltársasággal, vagy előtörleszti. A céltársaság készpénzállománya ezzel szemben megnöveli a zárás kori vételárát. Mivel a záráskor a céltársaság készpénz- és hitelállománya csak becsülhető, a végleges vételár megállapítására és a zárás kori becsült vételár korrekciójára a tranzakciós szerződés szerinti menetrendben elkészítendő zárómérlegek alapján, a zárást követő 60–90 napon belül kerül sor.

## A céltársaság értékelése és a vételár korrekciója

A céltársaság értékelése az adott iparágtól függően különböző értékelési módszereket (DCF, EBITDA, eszközállomány/nettó eszközérték) alkalmaznak. Ettől függően a DFCF korrekció mellett szükséges a céltársaság értékét meghatározó, lényeges vagyonelemek zárás kori értékéhez képest is korrigálni a végleges vételárát. A zárómérlegben ezért a zárás napját követően meg kell határozni ezen vagyonelemek (pl. forgótőke, nettó eszközérték, nettó adósság-állomány) zárás kori értékét, és a szerződés szerinti becsült vagy minimális értékhez képest fennálló eltérést a végleges vételárban korrigálni kell.

## A végleges vételár-korrekcióra vonatkozó szerződéses kikötések főbb szempontjai

A végleges vételárát a különböző mérlegtételek végleges értékét meghatározó zárómérleg elkészítésével alakítják ki a felek. A tranzakciós szerződés legkényesebb pontjai közé tartoznak a végleges vételár és a zárómérleg elkészítésének módját szabályozó kikötések, amelyet a jogi és a pénzügyi tanácsadók szoros együttműködésben alakítanak ki.

E körben az első kérdés, hogy ki készítse a zárómérleget, illetve a másik félnek hogyan biztosíthatók megfelelő információs és auditjogok a számítások ellenőrzésére. Mivel a vételár-korrekciós mechanizmus számviteli tételek értékelésén alapul, e tételek pontos szerződéses definíciója szintén elengedhetetlen.

A szerződésben vagy utalással, vagy tételiesen meg kell határozni az egyes tételek számításának módszerét (ehhez érdemes magyarázó számítást is csatolni a szerződés mellékletében) és a számítások során alkalmazandó számviteli politikát. Jellemzően a problémás pontok közé tartoznak – az alkalmazott értékelési módszertől függően – a készletértékelés, az elhatárolások, az amortizáció, a vevőállomány vagy éppen tartalékképzés értékelése. Végül a viták elkerülése, illetve hatékony rendezése érdekében szükséges a számításokkal kapcsolatos, részletes vitarendezési mechanizmus (pl. megállapodás a számításokat ellenőrző független könyvvizsgáló személyében) beépítése a tranzakciós szerződésbe. Fontos továbbá, hogy az értékeléstől függetlenül, fokozottan kell ügyelni arra, hogy a zárómérlegben alapuló számítások során ne merüljön fel kétszeres elszámolás a DFCF korrekció és az értékelés korrekciójára kidolgozott árkiigazító kikötések között.

## Összefoglalás

Bár a zárómérlegben alapuló elszámolás időigényesebb, mint az alternatívájaként alkalmazott úgynevezett locked box módszer, a válság során a magyarországi befektetéseknek sokkal gyakoribbá vált alkalmazása. A pénzügyi és a jogi tanácsadó szoros együttműködésében kidolgozott, zárómérlegben alapuló vételár-korrekció a szerződésben ugyanis biztosítja, hogy a záráskor a vevő megfelelő információk birtokában, rendezett formában vegye át a céltársaság üzleti kockázatait, és minimalizálja az alaptalan vagy téves üzleti elvárások miatti viták felmerülésének kockázatát.



**HORVÁTH GERGELY**  
ÜGYVÉD  
LENDVAI ÉS TÁRSAI  
ÜGYVÉDI TÁRSULÁS  
GERGELY.HORVATH@  
LENDVAIPARTNERS.COM



**LENDVAI ANDRÁS**  
PARTNER  
LENDVAI ÉS TÁRSAI  
ÜGYVÉDI TÁRSULÁS  
ANDRAS.LENDVAI@  
LENDVAIPARTNERS.COM



A BDO MAGYARORSZÁG SZEMSZÖGÉBŐL

# IMMATERIÁLIS ESZKÖZÖK ADÓJOGI ELŐNYE

A vállalkozások működése során az immateriális eszközök szerepe jelentősen megnőtt az elmúlt években. Számviteli szempontból (Sztv 25. § Immateriális javak) az alábbi – egy éven túl használt – tételeket tekintjük immateriális eszközöknek:

- **Vagyon értékű jogok:**  
bérleti, használati, vagyonkezelői, licenc, koncessziós jogok (alapvetően szerzett jogok)
- **Szellemi termékek:**  
szabadalom, ipari minta, szoftver (jogvédelem alatt), titkos (monopolizált) know how, gyártási eljárás, védjegy (jogvédelem nélkül) – lehetnek szerzett, de önállóan előállított termékek,
- **Üzleti vagy cégérték:**  
cégvásárláskor a cég vételárának és annak nettó eszközértékének különbözete

- **Alapítás átszervezés aktivált értéke:**  
tevékenység indításának, bővítésének, átalakításának közvetlen, megtérülő költsége – ez a tétel kizárólag a kapcsolódó működési költségek ún. aktiválásával hozható létre
- **Kísérleti fejlesztés aktivált értéke:**  
kutatásból és tapasztalatokból újdonság (anyag, termék, szolgáltatás) létrehozása, lényeges fejlesztése – ez a tétel szintén kapcsolódó költségek ún. aktiválásával hozható létre

Az immateriális eszközök bekerülését és használatba vételét követően (számviteli szempontból: aktiválás) az adott eszközre értékcsökkenést kell elszámolni.

Az értékcsökkenés számviteli elszámolási módja megegyezik a többi eszközzel, azaz az adott eszköz bekerülési értéke (csökkentve a hasznos élettartam

végén várható maradványértékkel) azokra az évekre kerül felosztásra, amelyekben ezeket az eszközöket előre láthatóan a vállalkozás használni fogja.

A gyakorlat azt mutatja, hogy az immateriális eszközök használatát követő maradványértéke legtöbbször nulla, azaz a hasznos élettartamukat követően ezek az eszközök döntően értéktelenné (forgalomképtelenné) válnak. Ezekben az esetekben az értékcsökkenési leírásuk a teljes bekerülési értéküket lefedi annak az eszköz használatához legközelebb álló elszámolási módszernek az alapján (lineáris, degresszív, progresszív stb.), amelyet a vállalkozás a számviteli politikájában meghatározott.

Fontos kiemelni, hogy a *befejezett kísérleti fejlesztés és alapítás átszervezés aktivált értékét* öt éven belül kell leírni (értékcsökkenti), azaz ezekre az eszközökre vonatkozóan a számviteli előírások felső korlátot rögzítenek a várható hasznos élettartam vonatkozásában. Erre a két immateriális eszközre vonatkozóan a számviteli szabályok további korlátozásokat fogalmaznak meg azzal, hogy a vállalkozásnak az eredménytartalékából az ún. lekötött (nem felhasználható) tartalékba kell a befejezett kísérleti fejlesztés és alapítás átszervezés aktivált értékéből még le nem írt összeget átvezetnie, azaz amíg ezek az eszközök nincsenek teljesen leírva (értékcsökkentve), úgy azok maradványértéke csökkenti az osztalékfizetésre (is) felhasználható eredménytartalék összegét.

## MI AZ ELŐNYE AZ IMMATERIÁLIS ESZKÖZÖK KIALAKÍTÁSÁNAK?

Számviteli szempontból nagyon komoly előnyt jelent az a mozgásszabadság, amely a nehezen besorolható eszközök, gazdasági események nem elsődlegesen költségként – hanem amennyiben lehetséges immateriális eszközként – történő elszámolását jelenti.

A gyakorlatban ez lehetővé teszi azt, hogy átfogó és nagyobb jelentőségű belső fejlesztési vagy piacra történő tervezési és kutatási projektek ne elsődlegesen a folyó év eredményét terheljék, hanem azok aktiválásán és azt követő értékcsökkenésén keresztül ezek a költségek több évre elosztva jelenjenek meg.

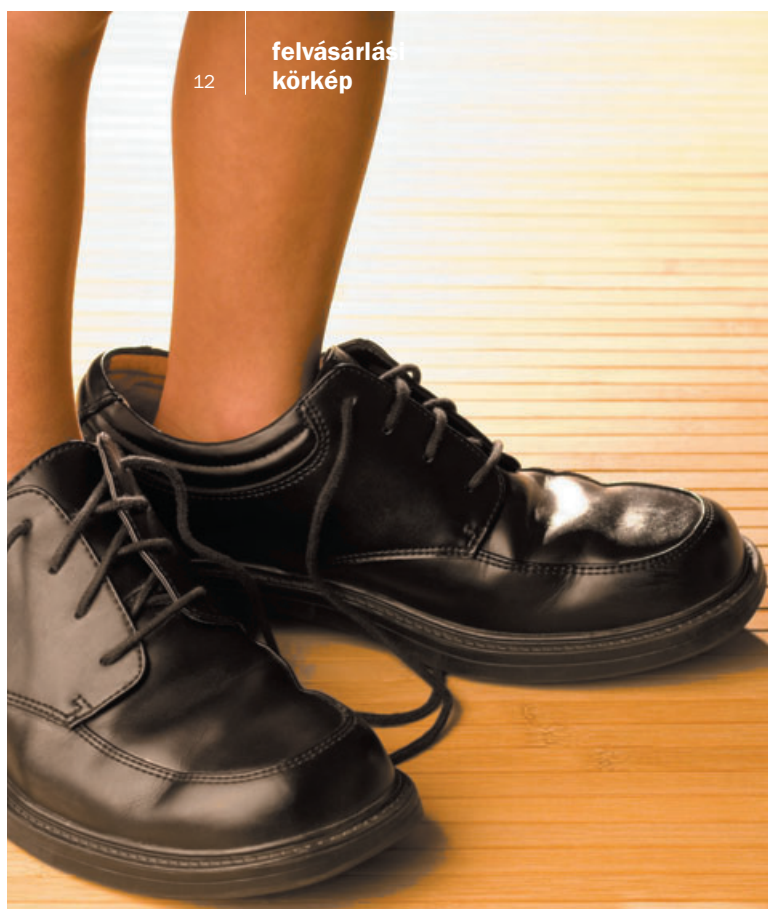
Adójogi szempontból (Társasági adó) az immateriális eszközök számviteli alkalmazása az alábbi főbb előnyöket kínálja:

1. A számviteli szempontból alkalmazásra kerülő értékcsökkenési leírás adójogi szempontból is korlátozások nélkül alkalmazható, amely egyedülálló előny a többi eszközhöz képest, amelyek értékcsökkenésére vonatkozóan az adójogi tételes és lineáris értékcsökkenési kulcsokat ír elő (pl. gépek, ingatlanok stb.).
2. Amennyiben az adott eszköz a használata során jogdíj bevételt tud termelni, úgy annak 50 százaléka csökkenti az adó alapját. A jogdíj fogalma az alábbi tételeket foglalja magában:
  - a) a szabadalom, a más iparjogvédelmi oltalomban részesülő szellemi alkotás és a know-how hasznosítási engedélye,
  - b) a védjegy, a kereskedelmi név, az üzleti titok használati engedélye,
  - c) a szerzői jogi törvény által védett szerzői mű és a szerzői joghoz kapcsolódó jog által védett teljesítmény felhasználási engedélye, valamint
  - d) az a) és c) pontban említett iparjogvédelmi és szerzői jogi oltalmi tárgyakhoz fűződő vagyoni jogok átruházása fejében a jogosult által kapott ellenérték;
3. Amennyiben egy immateriális eszköz létrejötté – beszerzése az adóhivatal felé (60 napon belül) bejelentésre kerül (ún. bejelentett immateriális jószág) és egy év használatot követően értékesítésre kerül, úgy az annak során keletkező nyereség adómentes lesz.

A fentiekből jól látható, hogy az immateriális eszközök számviteli és ahhoz kapcsolódó adójogi elszámolásai számtalan előnyt és lehetőséget kínálnak egy vállalkozás számára, amelyekkel érdemes foglalkozni.



**GERENDY ZOLTÁN**  
 ÜGYVEZETŐ,  
 VEZETŐ PARTNER,  
 ADÓTANÁCSADÓ PARTNER  
 BDO MAGYARORSZÁG  
 WWW.BDO.HU



# NEM A MÉRET A LÉNYEG

FELVÁSÁRLÁSI KÖRKÉP  
2014. FEBRUÁR

BÁR A MÚLT HÓNAPBAN A TRANZAKCIÓK SZÁMÁBAN TÖBB, MINT 15 SZÁZALÉKOS NÖVEKEDÉS VOLT MEGFIGYELHETŐ JANUÁRHOZ KÉPEST, JELLEMZŐEN KISEBB ÉRTÉKŰ ÜGYLETEK ZÁRULTAK LE SIKERESEN A RÉGIÓBAN. MÍG AZ ELMÚLT IDŐSZAKBAN HAVONTA ÁTLAGOSAN 2-3 NAGY REGIONÁLIS, TÖBB ORSZÁGOT ÉRINTŐ TRANZAKCIÓT HAJTOTTAK VÉGRE, IDÉN FEBRUÁRBAN EGY SEM KERÜLT ALÁÍRÁSRA. A NEMZETKÖZI BEFEKTETŐK LEGFŐKÉPPEN NYUGAT-EURÓPÁBÓL JÖTTEK, DE ŐK IS CSAK KÖZEPES MÉRETŰ CÉGEKET VÁSÁROLTAK, A LEGNAGYOBB ÜGYLET ÉRTÉKE SEM HALADTA MEG A 100 MILLIÓ EURÓT. HA EZ A TENDENCIA TOVÁBBRA IS FENNMARAD, AZ JÓ HÍRT JELENTHET A NYUGATI BEFEKTETŐRE VÁGYÓ HAZAI KÖZÉPVÁLLALATOK TULAJDONOSAI SZÁMÁRA.

## Magyarország

Magyarországon februárban sem indult be igazán az M&A piac. Mind tranzakciós értékben, mint pedig az ügyletek mennyiségében alacsony számokról beszélhetünk. Viszont öröme ad okot, hogy angol, amerikai és holland cég is érdekesnek találta, hogy magyar közép vállalatba fektesse be pénzét.

Hazánkban a legnagyobb ügylet a pénzügyi szoftvereket fejlesztő **IND Group** eladása volt. A kereskedelmi banki megoldásokat kínáló **Misys** vásárolta fel a miskolci alapítású, de ma már budapesti székhelyű társaságot. A tranzakció eredményeképpen az innovatív ügyfél-technológiájáról ismert IND Group a Misys BankFusion Digital Channels divíziójának részévé vált. Az IND Group nemzetközi piacokon is elismert innovatív online és mobilbanki, illetve az ezekre épülő kiegészítő szolgáltatások, úgymint a személyes pénzügyek kezelését vagy az online értékesítést támogató

technológia-szállító. A többségében négy magyar magánszemély tulajdonában lévő, 2013-ban 8 milliárd forint fölötti bevételű és 250 alkalmazottal működő cég eladási árát nem közölték, de a piaci becslések szerint az elérheti vagy meghaladhatja a 10 milliárd forintot. Az IND közleménye szerint a 120 országban, közel 2 000 ügyféllel rendelkező Misys szoftverfejlesztő társaság a változó fogyasztói igényeket felismerve döntött úgy, hogy a jövőben az IND digitális banki termékeivel erősíti portfólióját.

Másik jelentős tranzakció az élelmiszergyártás területén zárult le, amelyben az **IMAP MB Partners az eladó tanácsadójaként működött közre**. A decemberi szerződés aláírást követően, február első hetében a pénzügyi zárás is megtörtént Magyarország egyik vezető, magántulajdonban lévő üdítőitalgyártó társaságának eladásában. A veresegyházi Gramex 2000 Kft-ből és G.F Investment Kft-ből álló, 5 milliárd forint árbevételű **Gramex Csoport** a magyarországi PET

palackos üdítőitalgyártás egyik meghatározó szereplőjeként saját termékei mellett saját márkás termékeket fejleszt és gyárt üzletláncoknak és bértöltést végez vezető nemzetközi üdítőital márkák részére. A társaságot két magántőke alaptól álló konzorcium – az **ARX Private Equity** és a **Darby Private Equity** (a Franklin Templeton Investments magántőke befektetésekre összpontosító leánycége) vásárolták meg. A Társaság vezetését az élelmiszeripar területén korábban több cégnél vezető pozíciót betöltő top menedzser, Gerard Lenihan vette át. A tranzakció fő okának a befektetők a Gramex korábbi években mutatott dinamikus növekedését, illetve a társaságban lévő további növekedési potenciált látták, amelyek kihasználásával a társaság a nemzetközi piacokon is komoly sikereket érhet el a későbbiekben.

Egy kisebb logisztikai társaság is új tulajdonosra talált egy vezető holland szakmai befektető személyében. A belföldi és külföldi takarmányárú és mezőgazdasági alapanyag szállítmányozásával foglalkozó, bábolnai székhelyű **Agrokamion Kft-t** Hollandia egyik vezető ömlesztett tömegáru szállítója, a **Nijhof-Wassink BV** vásárolta meg. A székesfehérvári leánycéggel hazánkban már jelenlévő száraz és folyékony árukot egyaránt szállító vevő Belgiumban, Németországban és Lengyelországban is rendelkezik leányvállalatokkal. A tranzakció részét képezte az Agrokamion jármű és sofőrállománya, valamint a bábolnai telephely. A társaság korábbi tulajdonosai csatlakozni fognak a Nijhof-Wassink Kft operatív irányításához. A tranzakció komoly lehetőséget biztosít a vevő számára, hogy az Agrokamion kapcsolati rendszerét felhasználva erős bázist építsen ki a közép-kelet-európai piacok ellátására.

## Közép-Kelet-Európa

**Bulgáriában** a legnagyobb tranzakciók a szolgáltatás területén zárultak le, ahol több esetben is megjelentek a nemzetközi befektetők. A februári időszak egyik legnagyobb ügylete a több mint 8 millió euró

árbevételű, üzleti folyamat- és munkaerő outsourcinggal foglalkozó **Sofica Group** 100 százalékos üzletrésének értékesítése volt az amerikai **Teletech Holding** számára. Az Sofica IT és HR szolgáltatásait olyan nemzetközi multinacionális cégek bolgár leányvállalatainak biztosítja, mint a HP, az AIG, az Oracle, a Coca-Cola, vagy éppen a OTP Bank leánycége, a DSK Bank. A **Dilar Direkt** vezető számítógép és periféria nagy- és kiskereskedelmi társaság is értékesítésre került, ezt egy szerb magánszemély **Erdin Abdulahu** vásárolta meg, piaci információk szerint 6 millió euróért.

**Csehországban** is jellemzően középpiaci ügyletek zárultak le az elmúlt hónapban. Ebből az egyik legérdekesebb, hogy a **Bunzl Plc**, londoni székhelyű, de 27 országban jelenlévő nagykereskedelmi társaság megvásárolta a műanyag csomagolóanyagok értékesítésével foglalkozó **Oscar Plast** 100 százalékos üzletrését. A Bunzl stratégiájának központi eleme, hogy folyamatosan keres akvizíciós célpontokat az élelmiszer, HoReCa és egészségügyi termék nagykereskedeleme területén. Információink szerint milliárdos árbevétellel rendelkező magyar nagykereskedők is érdekesek lehetnek számukra. A 39 millió euró árbevételű **Profidebt Sro** faktoring cégnek február közepén svéd tulajdonosa lett. A vevő az **Intrum Justitia AB** volt, amely több mint 45 millió eurót fizetett a társaság 100 százalékos részvénycsomagjéért. Az egészségügyi tűk és egyéb egyszer használatos felszerelések gyártásával foglalkozó **Chirmax Sro-t** egy szlovák szakmai társaság, a Chirana T Injecta vásárolta meg körülbelül az EBITDA eredményének 6-szorosáért.

**Lengyelországból** érdemes kiemelni, hogy a **Grupa o2** és az **Innova Capital** magántőke befektetési társaságok megszerezték a **Wirtualna Polska** 100 százalékát. A web hosting, email és online chatszolgáltatásokat biztosító, 45 millió eurós árbevétellel rendelkező társaságért a konzorcium több

## VÁLLALAT FEL- ÉS KIVÁSÁRLÁSI ÜGYLETEK KÖZÉP- ÉS KELET-EURÓPÁBAN (2014. FEBRUÁR)

Ország	Tranzakciók száma	Ebből határon átvétel
Lengyelország	27	7
Bulgária	15	5
Csehország	12	3
Románia	11	3
<b>Magyarország</b>	<b>6</b>	<b>2</b>
Szlovákia	5	2
Horvátország	4	1
Szlovénia	4	1

forrás: Thomson Reuters



## JELENTŐSEBB ÜGYLETEK HAZÁNKBAN ÉS A RÉGIÓBAN (2014. FEBRUÁR)

Céltársaság	Céltársaság székhelye	Iparág	Befektető	Befektető székhelye	Cégerék (EV, millió EUR)	Célpont árbevétele (millió EUR)
<b>Magyarország</b>						
IND Group	HU	IT szolgáltatás	Misys Plc	GB	n.a	27,0
Gramex 2000 Kereskedelmi Kft	HU	Élelmiszeripar	Darby Overseas Investments & ARX Private Equity	US	n.a	16,5
Agrokamion Kft	HU	Szolgáltatás	Nijhof-Wassink BV	NL	n.a	0,6
BC-Erőmű Kft	HU	Szolgáltatás	Borsodchem Zrt	HU	n.a	45,4
<b>Közép-Kelet Európa</b>						
Izdatelsko-Poligraficheski AD	BG	Telekommunikáció	Obedineni Balgarski Vestnitsi AD	BG	16,1	9,3
Sofika Grup AD	BG	Szolgáltatás	Teletech Holdings Inc.	US	n.a	8,2
Dilar Direkt EOOD	BG	IT szolgáltatás	Erudin Abdulahu	RS	6,0	4,3
Profidebt Sro	CZ	Pénzügy	Intrum Justitia AB	SE	45,6	39,4
KYB Manufacturing Czech, Sro	CZ	Ipar	KYB Europe Headquarters BV	NL	n.a	35,3
Chirmax Sro	CZ	Egészségügy	Chirana T Injecta AS	SK	n.a	4,1
Povltavske Mlekarny AS	CZ	Élelmiszeripar	TPK Sro	CZ	n.a	50,3
Oscar Plast s.r.o.	CZ	Kereskedelem	Bunzl Plc	GB	n.a	10,5
Segezha Packaging Doo	HR	Élelmiszeripar	n.a.	n.a.	n.a	0,0
Wirtualna Polska SA	PL	IT szolgáltatás	O2 Sp Zoo	PL	90,3	43,8
Kujawskie Zaklady Poligraficzne Druk-Pak SA	PL	Ipar	Akomex Sp Zoo	PL	19,4	16,0
Lark Europe Sp Zoo	PL	IT szolgáltatás	MIT Mobile Internet Technology Sa	PL	6,4	11,8
KIE Sp Zoo	PL	Egészségügy	Tar Heel Capital Sp Zoo	PL	n.a	3,7
E-Prototypy SA	PL	Szolgáltatás	Materialise NV	BE	n.a	n.a
Amigo kávé márkája	RO	Élelmiszeripar	Strauss Group Ltd	IL	14,8	n.a
Star Storage Srl	RO	IT szolgáltatás	Axess Capital Partners SA	RO	n.a	23,3
Centrul Medical Unirea Srl	RO	Egészségügy	Regina Maria Cimpina Srl	RO	n.a	28,8
Casino Portoroz DD	SI	Szolgáltatás	Casino Bled DD	SI	14,4	15,6
Varstroj DD	SI	Ipar	OTC Daihen Europe GmbH	DE	n.a	11,3
Private Sales EE	SK	IT szolgáltatás	K-Mail Order GmbH	DE	n.a	20,7
HQM Slovakia Sro	SK	Ipar	Duvenbeck Slovensko Sro	SK	n.a	n.a

mint 90 millió eurót volt hajlandó kifizetni. A befektetők a Wirtualna Polska innovációs megoldásaiban illetve az online területen meglévő komoly tudásukban nagy potenciált látnak a társaság hosszú távú dinamikus fejlődéséhez. A csomagolóipar területén is zárult egy 20 millió euró értékű tranzakció. Az **Akomex**, Lengyelország vezető papír csomagolóanyag gyártója 80 százalékot vásárolta a **Kujawskie Zaklady**, hullámpapírlemez dobozokat gyártó társaságban.

**Romániában** az **Axess Capital** magántőke befektetési társaság a **Nextebank** januári megvásárlása után újra aktív volt a piacon, ezúttal a legnagyobb magánkézben lévő adatközpont szolgáltatással és ehhez kapcsolódó IT tanácsadással foglalkozó társaságot, a **Star Storage Srl-t** vásárolta meg. A **Strauss Group** izraeli élelmiszeripari óriás a brazil **Companhia Cacique de Café Soluvel SA-tól** vásárolta meg **Amigo** kávé márkát 15 millió euróért. A **Regina Maria**, amely az **Advent International** tulajdonában lévő vezető magánkórházlánc, egy Bukarest központjában lévő klinikában vásárolt 100 százalékos részesedést.

**Szlovákiából** érdemes kiemelni, hogy a **K-Mail Order** internetes kereskedő társaság 100 százalékos részesedést vásárolt az egyébként veszteségesen működő **Private Sales EE-ben**, amely elsősorban márkás ruházati termékek online értékesítésével foglalkozik.

**Szlovéniában** a 10 millió eurós árbevétellel rendelkező hegesztő és vágógépet gyártó **Varstroj DD** többségi részvénycsomagját vette meg a robottechnológia területén élenjáró termékek gyártásával foglalkozó mőnchengladbachi **OTC DAIHEN GmbH**.



**ÜNNEPE TAMÁS**  
TANÁCSADÓ  
IMAP MB PARTNERS  
TAMAS.UNNEPE@IMAP.HU

A GLANBIA PLC A VILÁG EGYIK VEZETŐ ÉLELMISZER ADALÉKANYAG, TÁPLÁLÉKKIEGÉSZÍTŐ ÉS TEJTERMÉK GYÁRTÓ CSOPORTJA KÖRÜLBELÜL 25 MILLIÓ EURÓÉRT, 100 SZÁZALÉKOS RÉSZESÉDÉST VÁSÁROLT A NUTRAMINO NV-BEN, DÁNIA ÉS A SKANDINÁV RÉGIÓ LEGERŐSEBB MÁRKÁJÁVAL RENDELKEZŐ TÁPLÁLÉKKIEGÉSZÍTŐ GYÁRTÓJÁBAN ÉS ONLINE KERESKEDŐJÉBEN.

## ERŐSÍTÉS SKANDINÁVIÁBAN

A Magyarországon is jelenlévő, dublini székhelyű csoport vezető szereppel rendelkezik az állati eredetű élelmiszeradalékok és sportélelmiszerek gyártása területén, valamint az Avonmore Foods 2009-es felvásárlásának eredményeképpen Írország legnagyobb és legerősebb tejipari márkájának tulajdonosává is vált. A 3 milliárd euró árbevételű, 5000 főt foglalkoztató társaság részvényeit a dublini és londoni tőzsdén egyaránt jegyzik. Globális jelenléte folyamatosan növekszik, 2013-ra már a világ 29 pontján rendelkezett gyártási vagy kereskedelmi képvisellel. A táplálékkiegészítő gyártásban három vezető márkájával (Optimum Nutrition, BSN és ABB) a legnagyobb szereplőnek számít a világon, jelenleg három gyártóbázisának és 19 értékesítési irodájának segítségével 100 országban teszi elérhetővé termékeit.

A Nutramino NV a skandináv régió vezető táplálékkiegészítő gyártója és kereskedője. A dániai központtal, norvég és svéd operációval is rendelkező társaság termékei között megtalálhatók sportitalok, protein szeletek, tömegnövelők, zsírégetők és egyéb energizáló készítmények. A társaság elsősorban márkás, azonnal fogyasztható termékeket értékesít edzőtermek és sportközpontok számára.

A felvásárlás erős lábat biztosít a Glanbia számára a skandináv piacon, és lehetőséget a convenience szektorban már bizonyított Nutramino-ban rejlő

lehetőségek más piacokon való kiaknázására. A Glanbia-nál a Nutramino felvásárlás és egy sikeres organikus növekedési program kombinációja azt eredményezte, hogy a cég már 19 országban értékesít termékeket és tovább erősítette a táplálékkiegészítő piacon világszinten vezető pozícióját. A tranzakcióban az IMAP ír partnere, a Key Capital az eladó tanácsadójaként vett részt.

**glanbia**

A **Glanbia Plc.** 100 százalékos részesedést vásárolt

**NUTRAMINO**  
MAKES THE DIFFERENCE

a dán **Nutramino NV**-ben

A tranzakcióban az IMAP ír partnere,  
a Key Capital az eladó tanácsadójaként vett részt.

**IMAP**

# 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)