

1. melléklet az 1/2022. (VIII.05.) NSZM
független közvélemény

Szám: 29200-115/.../2022. ált.

MÓDSZERTANI LEÍRÁS

a gazdálkodó szervezetekben lévő üzletrészek értékének megállapítása az igazságügyi
könyvszakértői kompetenciakörben

2022.

hatályos: 2022. augusztus

Tartalom

I. A módszertani leírás kidolgozásában résztvevők.....	3
II. A módszertani leírás témája.....	3
III. Módszertani leírás célja.....	3
IV. A kiadás indoklása.....	3
V. Hatókör.....	3
VI. Az értékelésnél alkalmazandó elvek, szabályok.....	4
1. Az értékelés tárgya, az érték fogalma.....	4
2. Az értékelés fordulónapja.....	4
3. Az értékeléshez felhasználható adatok, információk.....	4
4. Értékelési módszerek, az érték megállapítása.....	5
Vagyonalapú értékelés.....	5
Hozamalapú értékelés.....	6
Diszkontált cash-flow (DCF) módszer.....	6
Diszkontált számviteli eredmény.....	8
A hozam-előrejelzés elkészítése, a határozatlan időtáv kezelése.....	9
Piaci alapú (összehasonlító) értékelés.....	11
5. Diszkontok alkalmazása.....	12
6. A megfelelő értékelési módszer kiválasztása, az érték megállapítása.....	12
VII. Alkalmazási segédlet.....	13

I. A módszertani leírás kidolgozásában résztvevők

- a Nemzeti Szakértői és Kutató Központ Adó- és Könyvszakértői Intézete könyvszakértői munkacsoportja Kosztovics József NSZKK Adó- és Könyvszakértői Intézet volt igazgatója vezetésével,
- Prof. Dr. Takács András egyetemi tanár, Pécsi Tudományegyetem Közgazdaságtudományi kar Pénzügyi Számviteli Intézet

II. A módszertani leírás témája

E módszertani leírás az igazságügyi szakértőkről szóló 2016. évi XXIX. törvény (a továbbiakban: Szaktv.) X. fejezetében foglaltak alapján készült, de nem tartalmazza az igazságügyi könyvszakértők eljárására vonatkozó általános módszertani előírásokat, mivel jelen módszertan az igazságügyi könyvszakértői feladatok csak egy részére vonatkozik.

E módszertani leírás iránymutatást ad az igazságügyi könyvszakértőknek a nem multinacionális, hazai gazdálkodószervezetek értékelésének vizsgálatához, illetve a megfelelő érték megállapításához, ugyanakkor nem nélkülözhető az értékelést végző igazságügyi könyvszakértőnek az idevonatkozó tudományos kutatási eredmények és az értékelési eljárások naprakész ismeretei. A módszertani leírás keretei nem teszik lehetővé a különböző gazdálkodószervezetek, különböző értékeinek meghatározása során alkalmazható különböző értékelési eljárások teljes körű ismertetését az adott cél és körülmények figyelembevételével.

E módszertani leírás nem tartalmazza a speciális szervezetek értékelését (pld. orvosi, ügyvédi praxis, végrehajtói iroda stb.)

III. Módszertani leírás célja

A leírás célja, hogy a könyvszakértők olyan szakmai iránymutatást kapjanak, amely elősegíti az értékelési módszerek közötti eligazodást és meghatározza a követendő elveket, amelyek megfelelnek a kor tudományos igényeinek.

IV. A kiadás indoklása

A módszertani leírás kiadásának indoka a kirendelők tájékoztatása a gazdálkodó szervezetek értékelése során alkalmazandó szakértői eljárásokról.

V. Hatókör

Jelen módszertani leírás az igazságügyi könyvszakértők által a gazdálkodó szervezetek értékelésekor alkalmazandó eljárásokra vonatkozik.

VI. Az értékelésnél alkalmazandó elvek, szabályok

1. Az értékelés tárgya, az érték fogalma

- 1.1. Jelen módszertani leírás gazdálkodó szervezetekben lévő üzletrészek értékének megállapítására koncentrál. Az értékelést alapvetően meghatározó szempont az, hogy a szakértői munka milyen érték megállapítását tűzi ki célul. A Nemzetközi Értékelési Standardok {International Valuation Standards, (a továbbiakban: IVS)} hat különböző értékfogalmat definiál: piaci, valós, befektetési, likvidációs, szinergikus, valamint bérleti/gazdasági érték. Az igazságügyi szakértői munka fókuszában az esetek túlnyomó részében a *piaci érték* meghatározása áll. A piaci érték – igazodva az IVS definíciójához – az a becsült összeg, amelyért egy eszköz vagy kötelezettség egy a tranzakcióban részt venni hajlandó vevő és eladó között az értékelés napján egy szokásos piaci feltételek között lebonyolított ügylet révén, megfelelő marketingtevékenységet követően várhatóan tulajdonost cserélhet, amely tranzakció során mindkét fél kellő információk birtokában, okszerűen (prudens módon), kényszerhatás nélkül jár el. A piaci érték tehát tisztán az objektum (az értékelt üzletrész) értékét testesíti meg, abban semmilyen tranzakciós vagy más kapcsolódó költség nem vehető figyelembe.
- 1.2. Bár a piaci tanácsadói megbízásoknál gyakori, hogy az értékelés végeredményeként a szakértő egy érték-intervallumot határoz meg, az igazságügyi szakértői véleményekkel szemben általános elvárás, hogy a szakértő végkövetkeztetésként egyetlen konkrét értéket jelöljön meg.

2. Az értékelés fordulónapja

- 2.1. A gazdálkodó szervezetek üzletrészeinek értéke időben változik. Kiemelt jelentősége van ezért az értékelési időpont (az értékelés fordulónapja) meghatározásának. Az értékelés fordulónapja és az értékelés készítésének dátuma szinte minden esetben eltér, a szakértői véleményben e két dátumot egyértelműen meg kell jelölni és világosan el kell különíteni egymástól.

Az értékelés fordulónapja annak az eseménynek az időpontja, ami az értékelést szükségessé teszi, amit a kirendelő, megbízó közöl a szakértővel (adásvétel, vitatott ügylet stb.). Az értékelést kizárólag az értékelés fordulónapján rendelkezésre álló (egy átlagos piaci szereplő által ismert vagy elvárható gondosság mellett megismerhető) információk alapján kell elvégezni. Nem vehető figyelembe olyan adat, piaci vagy egyéb információ, ami az értékelés fordulónapja után keletkezett, abból kell kiindulni, amit a fordulónapon egy átlagos felkészültségű, átlagosan informált befektető tudhatott, tehát az értékelés fordulónapja utáni időszak az értékelés szempontjából jövőnek minősül.

3. Az értékeléshez felhasználható adatok, információk

- 3.1. Az üzletrész értékének meghatározásához az alapvető információs bázist legalább az értékelendő gazdálkodó szervezet közzétett beszámolóí, illetve az azokban fellelhető pénzügyi kimutatások (mérleg, eredménykimutatás) és az értékelési időpontra vonatkozó befektetett eszköz analitikák jelentik. Egy megalapozott értékeléshez az utolsó négy-öt lezárt üzleti év beszámolóinak adatait szükséges áttekinteni, kivéve, ha a gazdálkodó szervezet még nem rendelkezik ilyen hosszúságú múlttal.

- 3.2. A gazdálkodó szervezetről esetlegesen rendelkezésre álló belső információk (pl. a vezetőség által készített üzleti terv) csak megfelelő szakértői ellenőrzés, validálás mellett vehetők figyelembe. Az értékelést ugyanakkor kizárólag nyilvánosan elérhető adatokból, információkból (közzétett beszámolók, megbízható források által publikált piaci adatok, előrejelzések stb.), illetve az értékelés fordulónapjára vonatkozó befektetett eszközök egyedi nyilvántartásaiból el kell tudni készíteni.

4. Értékelési módszerek, az érték megállapítása

- 4.1. A nemzetközi és hazai szakirodalomban {elsősorban Fernandez (2002), Koller és társai (2010) és Damodaran (2012), valamint Ulbert (1994) és Takács (2021)}, továbbá az IVS-ben foglaltakkal összhangban a hazai szakértői értékeléseknél három értékelési módszer alkalmazása elfogadott:
- a) vagyonalapú,
 - b) hozamalapú, illetve
 - c) piaci alapú (összehasonlító) módszer.

Vagyonalapú értékelés

- 4.2. A vagyonalapú értékelési módszer az üzletrész értékét a gazdálkodó szervezet értékelési időpontban meglévő nettó eszközértékével azonosítja. A nettó eszközérték (vagyonérték) nem más, mint a gazdálkodó szervezet eszközeinek és kötelezettségeinek különbsége, azaz a gazdálkodó szervezet saját tőkéjének értéke. A vagyonérték meghatározásának több különböző konkrét módszere alakult ki a gyakorlatban, melyek közül a három legfontosabb a likvidációs (felszámolási) érték, a könyv szerinti érték és a rekonstrukciós érték.
- 4.3. Likvidációs érték számítása a felszámolási helyzetben lévő gazdálkodó szervezet üzletrészeinek értékelésekor indokolt. Egy gazdálkodó szervezet akkor tekinthető felszámolási helyzetben lévőnek, ha az értékelő megítélése szerint a jelenlegi működés fenntartásával a gazdálkodó szervezet jövőbeli tovább működése nem biztosítható. Az üzletrész értékét ekkor azzal a pénzüsszeggel azonosítjuk, amely a tulajdonosok számára a gazdálkodó szervezet eszközeinek tételenként történő értékesítése, az összes fennálló kötelezettség rendezése és a felszámolás költségeinek levonása után maradna. A likvidációs érték az eszközöket egy oly mértékben csökkentett értéken veszi számba, melyen az eszköz rövid időn belül nagy biztonsággal eladható (ennek megállapítása társszakértő bevonásával történik), így ez a módszer adja a lehető legkisebb üzletrész-értéket.
- 4.4. Könyv szerinti érték módszerrel állapítható meg az üzletrész vagyonalapú értéke abban az esetben, ha a gazdálkodó szervezet mérlegében feltüntetett eszközértékek megfelelnek a piaci értéknek. A helyes értékelésre utaló jel lehet egyebek mellett az, ha a mérlegben a befektetett eszközök vonatkozásában érték helyesbítés is kimutatásra kerül. A könyv szerinti érték módszer alkalmazásakor az eszközértékek korrekciójára nincs szükség, így az üzletrész vagyonalapú értéke a mérlegben kimutatott saját tőkével azonosítható.
- 4.5. Rekonstrukciós érték számítása akkor indokolt, ha a mérlegben kimutatott könyv szerinti értékek az értékelő megítélése szerint nem fejezik ki megfelelően az eszközök piaci értékét. Ebben az esetben az értékelő a gazdálkodó szervezet eszközeit tételenként vagy eszköz csoportonként társszakértő bevonásával piaci értékre átértékeli, és az így kapott

átértékelt eszközértéket csökkentve a kötelezettségekkel jut el az üzletrész vagyonalapú értékéhez.

A rekonstrukciós érték egy azonos paraméterekkel rendelkező eszköz megszerzésének jelenbeli költségét fejezi ki, ami különböző fajta eszközöknél más-más módon közelíthető meg:

- a) Újraelőállítási költség: jellemzően ingatlanok, speciális gépek, berendezések, illetve más eszközök esetében indokolt az alkalmazása, melyhez hasonló paraméterekkel rendelkező használt eszközök a piacon nem elérhetők vagy azokról piaci ár-információk nem szerezhetők be. Ekkor a társszakértő egy, az adott eszközzel azonos jellemzőkkel bíró új eszköz jelenbeli előállítási költségét becsüli meg, melyet az eszköz életkorának, műszaki állapotának megfelelő elvi amortizációval csökkentve kapja meg a rekonstrukciós értéket. Az értékelési időpontban érvényes előállítási költség becslése során az értékelő legtöbb esetben a bevont társszakértő szakértői véleményében foglaltakra támaszkodik.
- b) Újrabszerzési költség: olyan eszközöknél, melyekhez hasonló életkorú és állapotú, azonos típusú használt eszközök az értékelési időpontban elérhetők a piacon. Ennek megállapítása során is az értékelő a bevont társszakértői véleményben foglaltakra támaszkodik.
- c) Könyv szerinti érték: amennyiben az eszköz piaci értéke az értékelő megítélése szerint nem vagy nem jelentősen tér el a könyv szerinti értéktől, vagy a piaci érték megállapítására nincs mód, rekonstrukciós értéként elfogadható az adott vagyonelem könyv szerinti értéke is. Jellemző ez a megoldás befejezetlen beruházások, forgóeszközök, illetve időbeli elhatárolások esetében.

Hozamalapú értékelés

- 4.6. A hozamalapú módszer akkor alkalmazható, ha fennáll a vállalkozás folytatásának elve (az értékelt gazdálkodó szervezet jövőbeli tovább működése biztosítottnak tekinthető), továbbá a gazdálkodó szervezet nyereségorientált tevékenységet folytat, és környezete viszonylag stabil, így a jövőre vonatkozóan viszonylag megbízható előrejelzések készíthetők a hozamokra és a tőkeköltségre vonatkozóan. E feltételek hiánya esetén (pl. felszámolási helyzetben lévő; vagy nonprofit, illetve költségvetési gazdálkodó szervezet; extrém környezeti viszonyok miatt kezelhetetlen mértékű bizonytalanság az előrejelzésekben) az üzletrész értéke csak vagyonalapon határozható meg.
- 4.7. A hozamalapú értékelésnél az üzletrész értékét a jövőben várhatóan képződő, a tulajdonosok számára elérhető hozamok jelenértéke adja. Hozamként a gazdálkodó szervezetben keletkező pénzáramot (cash-flow-t) vagy számviteli eredményt lehet figyelembe venni. A gyakorlati alkalmazások során domináns a pénzáramokra alapozott számítás (diszkontált cash-flow [DCF] módszer), de bizonyos esetekben előtérbe kerülhet a diszkontált számviteli eredmény megközelítés is.

Diszkontált cash-flow (DCF) módszer

- 4.8. A diszkontált cash-flow (DCF) módszer segítségével az üzletrész értéke kétféle megközelítéssel határozható meg:

- a) a jövőre előrejelzett szabad pénzáramokat (Free Cash Flow, FCF) a súlyozott átlagos tőkeköltséggel (Weighted Average Cost of Capital, WACC) diszkontálva kapott teljes vállalatértékből az idegen tőke (finanszírozási kötelezettség) értékének levonásával, vagy
- b) a jövőre előrejelzett tulajdonosi pénzáramok (Equity Cash Flow, ECF) tulajdonosi hozamelvárással (sajáttőke-költséggel) diszkontált értékeként.

4.9. A szabad pénzáram (Free Cash Flow) azt a pénzáramot fejezi ki, ami a gazdálkodó szervezetben a tartós eszközökre és a forgótőkére fordított kifizetések után, a tulajdonosi és hitelezői hozamvárások (osztalék, törlesztés, kamat) fedezetéül rendelkezésre áll. Kiszámítása az alábbi képlettel történik:

$$\begin{aligned}
 & \text{Adózás és kamatfizetés előtti eredmény (EBIT)} \\
 & - \text{EBIT számított adója (EBIT*Adókulcs [T])} \\
 & \hline
 & = \text{Adózott eredmény kölcsöntőke nélkül (EBIT*(1-T))} \\
 & - \text{Befektetett eszközök nettó értékének növekménye} \\
 & - \text{Forgótőke növekménye} \\
 & + \text{Értékelési tartalék növekménye} \\
 & \hline
 & = \text{Free Cash Flow}
 \end{aligned}$$

4.10. A forgótőke a gazdálkodó szervezet nem pénzbeli forgóeszközeinek és kamatteher nélküli, nem finanszírozási célú rövid lejáratú kötelezettségeinek különbsége, csökkentve az aktív és passzív időbeli elhatárolások, valamint céltartalékok egyenlegével.

4.11. A jövőbeli évekre előrejelzett Free Cash Flow értékeket a súlyozott átlagos tőkeköltséggel (WACC) kell diszkontálni. A WACC a tulajdonosi hozamvárásnak és a kamat adópajzsával korrigált idegen tőkeköltségnek e két tőkeelem tőkestruktúrában képviselt arányaival súlyozott számtani átlagaként számítandó:

$$WACC = w_e R_e + w_d R_d (1 - T)$$

ahol w_e : a saját tőke súlya
 R_e : a saját tőke költsége (tulajdonosi hozamelvárás)
 w_d : az idegen tőke súlya
 R_d : hitelezői hozamelvárás
 T : adókulcs

4.12. A WACC számításához felhasznált súlyok (w_e , w_d) a saját tőke és a finanszírozási kötelezettség (a hátrasorolt, a hosszú lejáratú és a kölcsön/hitel jellegű rövid lejáratú kötelezettségek összege) arányait fejezik ki a két komponens összegeként adódó teljes tőkén belül, azaz:

$$w_e = \text{saját tőke} / (\text{saját tőke} + \text{finanszírozási kötelezettség})$$

$$w_d = \text{finanszírozási kötelezettség} / (\text{saját tőke} + \text{finanszírozási kötelezettség})$$

4.13. A tulajdonosi hozamelvárás (R_e) meghatározható a szakirodalomban leírt Tőkepiaci Árazás Modellje (Capital Asset Pricing Model, CAPM) segítségével, a kockázatmentes ráta, valamint a piaci kockázati prémium és vállalatspecifikus béta paraméter szorzatának összegeként, amennyiben a szükséges paraméterek megbízhatóan becsülhetők. Ugyanakkor elfogadott megoldás a paraméternek valamely nyilvánosan elérhető, megbízható adatforrásból (pl. Aswath Damodaran szabadon elérhető internetes

adatbázisa) történő átvétele is, feltéve, hogy a paraméter bizonyíthatóan az értékelés fordulónapjára, valamint az értékelt gazdálkodó szervezetre jellemző iparágra és régióra vonatkozik.

- 4.14. A hitelezői hozamelvárás (R_d) a gazdálkodó szervezet finanszírozási kötelezettségeinek átlagos kamatlábát fejezi ki, amely analitikus háttérinformációkból (a fennálló hitelek szerződés szerinti kamatlábainak tőketartozással súlyozott átlagaként) számítható, vagy azok hiányában becsülhető a beszámoló adataiból (az éves kamatráfordítások és a fennálló finanszírozási kötelezettségek hányadosaként).
- 4.15. A jövőbeli Free Cash Flow-k WACC rátával diszkontált értéke a teljes vállalati értéket adja, melyből a finanszírozási kötelezettségek értékét levonva adódik a saját tőke (a gazdálkodó szervezetben lévő 100%-os üzletrész) becsült értéke.
- 4.16. A tulajdonosi pénzáram (Equity Cash Flow) azt a pénzáramot fejezi ki, ami a gazdálkodó szervezetben a tartós eszközökre és a forgótőkére fordított kifizetések, valamint a hitelezőkkel szembeni pénzmozgások (hitelfelvétel, törlesztés, kamat) rendezése után, a tulajdonos számára hozamvárásaik fedezetéül rendelkezésre áll. Kiszámítása az alábbi képlet szerint végezhető el:

$$\begin{aligned} & \text{Adózott eredmény} \\ & - \text{Befektetett eszközök nettó értékének növekménye} \\ & - \text{Forgótőke növekménye} \\ & + \text{Értékelési tartalék növekménye} \\ & + \text{Finanszírozási kötelezettségek növekménye} \\ & = \text{Equity Cash Flow} \end{aligned}$$

- 4.17. A jövőbeli évekre előrejelzett Equity Cash Flow értékeket a 4.13. bekezdésben definiált tulajdonosi hozamelvárással (sajáttőkeköltséggel, R_e) kell diszkontálni, mely számítással közvetlenül adódik a 100%-os üzletrész becsült értéke.

Diszkontált számviteli eredmény

- 4.18. Amennyiben a gazdálkodó szervezetnél a cash-flow-t befolyásoló mérlegváltozások (befektetett eszközök, forgótőke, értékelési tartalék, finanszírozási kötelezettségek) a megfigyelt múltbeli időszakban igen jelentős ingadozást mutatnak, vagy a gazdálkodó szervezet működésére hosszú távon nem jellemző, egyedi tételeket tartalmaznak, akkor azok jövőre való tovább vetítésével a pénzáram-alapú megközelítés torz eredményt adhat, ami téves következtetések levonását eredményezheti. Ilyen esetekben pontosabb eredményt adhat a diszkontált számviteli eredmény megközelítés, mely során az értékelő cash-flow helyett a számviteli eredményt becsüli meg a jövőre vonatkozóan. E megoldás mögött az a feltételezés húzódik meg, hogy a cash-flow-t befolyásoló mérlegváltozások a jövőbeli években összességében kioltják egymást, azaz összesített hatásuk nulla lesz.
- 4.19. A diszkontált eredmény megközelítésnél is ügyelni kell arra, hogy az alkalmazott hozamkategóriához módszertanilag illeszkedő diszkontráta kerüljön alkalmazásra. Amennyiben az értékelő a kölcsöntőke-hatás nélküli adózott eredmény ($EBIT \cdot (1-T)$) értékeit jelzi előre, azokat a WACC rátával kell diszkontálni, mely művelet a teljes vállalatértéket adja. Ezt az idegen tőke (finanszírozási kötelezettségek) értékével csökkentve számítható ki a 100%-os üzletrész hozamértéke. Amennyiben az értékelő az adózott eredményt jelzi

előre, akkor azt a tulajdonosi hozamelvárással (R_e) diszkontálva közvetlenül adódik a 100%-os üzletrész hozamalapú értéke.

A hozam-előrejelzés elkészítése, a határozatlan időtáv kezelése

- 4.20. A hozamalapú értékelés a jövőbeli hozamok realisztikus előre jelzésén alapul. Az előrejelzés megalapozáshoz az értékelőnek elemeznie kell a gazdálkodó szervezet környezetét, valamint múltbeli gazdálkodását, pénzügyi teljesítményét (az erre szolgáló, széles körben használt vagyoni, pénzügyi és jövedelmezőségi mutatószámok segítségével), és a rendelkezésre álló piaci előre jelzéseket.
- 4.21. A hozam-előrejelzés általában az árbevétel előre jelzésével kezdődik, melyhez a megfelelő eredményhányad hozzárendelésével adódik az előrejelzett számviteli eredmény. Az eredmény nemcsak az árbevétel és az eredményhányad szorzataként, hanem közvetlenül is becsülhető. A becsült eredményt (lásd 4.23.) a mérlegváltozások várható egyenlegével (lásd 4.24.) módosítva adódik a becsült cash-flow.
- 4.22. A jövőbeli eredmény, illetve mérlegváltozások alakulására vonatkozóan az értékelőnek kell kidolgoznia a 4.23., illetve 4.24. bekezdésben leírtak szerint az általa legvalószínűbbnek tartott, realisztikus feltételezéseket. Az értékelőnek törekednie kell arra, hogy az értékelési modell paraméterei megfelelően alátámasztottak, transzparenssek legyenek, továbbá a szubjektív (szakértői becsléssel) előállított paraméterek aránya a lehető legkisebb legyen.
- 4.23. Az eredmény előrejelzésénél a gazdálkodó szervezet múltbeli gazdálkodási adataiból kell kiindulni. Az értékelőnek a múltban látott tendenciákat és az aktuális iparági folyamatokat, várakozásokat figyelembe véve kell kialakítania az eredmény jövőbeli alakulására vonatkozó reális előrejelzést. A gyakorlatban alkalmazott leggyakoribb megoldások az alábbiak:
- Amennyiben a vizsgált múltbeli években megfigyelt eredményadatok jelentős ingadozást mutatnak, és/vagy nem követnek egyértelműen beazonosítható növekvő vagy csökkenő trendet, akkor reálisan feltételezhető a vizsgált múltbeli időszakból számított átlagos éves adat hosszú távon történő konstans összegű ismétlődése. Ebben az esetben az érték meghatározás elvégezhető az egyszerű örökjáradék formulával (a múltbeli adatokból számított éves átlagos hozam tőkésítésével).
 - Ha a múltbeli adatok jól beazonosítható növekvő vagy csökkenő trendet követnek, akkor az értékelő a múltbeli saját átlagos növekedési ütem és az iparágra jellemző szokásos növekedési ütem, illetve növekedési várakozások együttes figyelembevételével reálisan feltételezheti bizonyos mértékű növekedés vagy csökkenés fennmaradását. Ezekben az esetekben a növekvő örökjáradék formula vagy többfázisú modell alkalmazása a jellemző.
 - Olyan esetekben, amikor a múltban növekvő vagy csökkenő trend mutatkozik, de az adott növekedés a továbbiakban észszerűen nem tartható fenn (pl. kapacitáskorlátok miatt), vagy a múltbeli csökkenő tendencia csak konkrét okra visszavezethető, időleges folyamatnak tekinthető, az értékelő a

jövőre vonatkozóan jogosan feltételezheti az utolsó évi adat konstans összegű ismétlődését.

- d) A múltbeli adatokkal, pénzügyi teljesítménnyel összhangban nem lévő, azoktól jelentősen elszakadó jövőbeli hozamsor csak kivételes esetekben fogadható el, amennyiben az értékelő részletes és meggyőző indoklással támasztja alá (ilyen eset lehet például a gazdálkodó szervezet profilváltása, vagy jelentős kapacitásbővítése / korábbi kapacitásainak jelentős leépítése, amennyiben annak bevételekre, illetve eredményre gyakorolt pozitív vagy negatív hatásai a múltbeli adatokban még nem láthatók, csak a jövőbeli években jelentkeznek). Ennek tipikus példája lehet, ha a gazdálkodó szervezet bizonyíthatóan az értékelési időpontban rendelkezett jövőre vonatkozó tervvel, és ezt az értékelő szakértő a szakértői bizonyosság kellő fokán el tudja fogadni.

- 4.24. Az egyes mérlegtételek (befektetett eszközök, forgótőke, értékelési tartalék, finanszírozási kötelezettségek) változásainak pénzáramokra tett jövőbeli hatásai becsülhetők tételenként vagy összesítve, az értékelő belátása szerint abszolút összeggel vagy valamely magyarázó változóhoz (pl. árbevétel) viszonyított százalékos mértékkel. A mérlegváltozásokra tett feltételezésnek összhangban kell állnia az eredmény-előrejelzéssel, így például nem reális növekvő hozamsorhoz csökkenő eszközállományt, vagy csökkenő hozamsorhoz folyamatos eszközbővítést feltételezni. Amennyiben a mérlegváltozások nagymértékű ingadozást mutattak a múltban, illetve olyan egyedi hatásoktól befolyásoltak, melyek továbbvitése torzítaná az előrejelzést, vagy az értékelő megítélése szerint észszerűen feltételezhető, hogy az összesített cash-flow-hatásuk a jövőbeli évekre vonatkozóan elhanyagolható, akkor elfogadott megoldás a mérlegváltozások hatásától eltekinteni.
- 4.25. Az eleve meghatározott időtávra létrehozott gazdálkodó szervezetek kivételével a jövőre előrejelzett hozamsor határozatlan időre vonatkozik, ami pénzügy matematikai értelemben végtelen időtávnak minősül. A végtelen időtáv megfelelő kezelése érdekében az értékelőnek a szakirodalomban kifejtett pénzügy matematikai eszközök közül a jövőre tett feltételezésekhez leginkább igazodó megoldást kell alkalmaznia. Végtelen konstans hozamsor és időben állandó tőkekölség esetén a jelenérték meghatározásához az egyszerű örökjáradék-formula a legkézenfekvőbb módszer, míg hosszú távon fenntartható, de változatlan ütemű hozamnövekedés és időben változatlan tőkekölség feltételezése esetén a növekvő örökjáradék formula jelenti a leghatékonyabb megoldást. Amennyiben a növekedésre, és/vagy a tőkekölségre vonatkozóan a jövő különböző szakaszaira nézve eltérő feltételezéseket alakít ki az értékelő, akkor a jelenérték-számítás többfázisú modell segítségével végezhető el.
- 4.26. A többfázisú modellek alkalmazásakor az értékelő a jövőt több szakaszra (fázisra) bontja, és a hozamok, illetve a diszkontrataként szolgáló tőkekölség alakulására vonatkozóan fázisonként eltérő feltételezéseket alakít ki. A leggyakrabban alkalmazott megoldások az 5 éves előrejelzési időszakból és az azt követő végtelen szakaszból álló kétfázisú modell, valamint az 5 éves belátható jövő szakaszból, egy további 5 éves, eltérő növekedési rátával és/vagy tőkekölséggel jellemezhető középtávú szakaszból és az azt követő végtelen szakaszból felépülő háromfázisú modell. Az egyes fázisokban értelemszerűen egyre alacsonyabb növekedési ráta, ugyanakkor egyre magasabb diszkontrata alkalmazása jellemző, melyet az értékelő az előrejelzési és minden más kockázatot

kifejező kockázati pótlék beépítésével fejez ki. A kockázati pótlék meghatározásához az értékelők gyakran alkalmazzák referenciaként a nyilvános forrásokban, adatbázisokban elérhető országgokkázati prémiumot. A végtelen szakasz hozamainak jelenértékét a modell egyetlen (egyszerű vagy növekvő örökjáradék-formulával kapott) adattal ragadja meg. A végtelen szakaszban legfeljebb csak igen mérsékelt (pl. a hosszú távú inflációs előrejelzéseknek megfelelő) növekedési ráta alkalmazása elfogadott, de az esetek nagy részében az értékelő ebben a fázisban már nem számol további növekedéssel.

Piaci alapú (összehasonlító) értékelés

- 4.27. A piaci alapú (összehasonlító) értékelés során az értékelő a teljes vállalatértéket, illetve az üzletrész értékét a gazdálkodó szervezet valamely pénzügyi teljesítménymutatója és egy megfelelően megválasztott, tőzsdei vállalatokból álló referenciaminta empirikus adatai alapján kalkulált szorzószám szorzataként becsüli meg.
- 4.28. A becsléshez leggyakrabban felhasznált pénzügyi teljesítménymutatók az adózott eredmény, az árbevétel, a saját tőke könyv szerinti értéke, valamint az adózás és kamatfizetés előtti eredmény (Earnings Before Interest and Tax, EBIT), továbbá az adó, kamat és amortizáció előtti eredmény (Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization, EBITDA). A megfelelő vetítési alap kiválasztásánál az értékelőnek mérlegelnie kell, hogy a gazdálkodó szervezetnek mely adata mutatkozik a leginkább kiszámíthatónak, tevékenységére leginkább jellemzőnek, valamint meg kell vizsgálnia az elérhető szorzószámokat és azok megbízhatóságát.
- 4.29. Az értékre vonatkozó becslés a gazdálkodó szervezet kiválasztott teljesítménymutatója és a hozzá illeszkedő szorzószám szorzataként adódik. A felsorolt teljesítménymutatókhoz az alábbi szorzószámok alkalmazhatók:
- a) P/E (Price/Earnings): a vállalati részvények összesített tőzsdei értéke (piaci kapitalizáció) és az adózott eredmény hányadosa,
 - b) Price/Sales (P/S): a piaci kapitalizáció az éves árbevétel hányadosa,
 - c) Price/Book Value (P/BV): a piaci kapitalizáció és a saját tőke könyv szerinti értékének hányadosa,
 - d) EV/EBIT: a teljes vállalati érték (Enterprise Value) és az adózás és kamatfizetés előtti eredmény hányadosa,
 - e) EV/EBITDA: a teljes vállalati érték (Enterprise Value) és az adózás, kamatfizetés és amortizáció elszámolása előtti eredmény hányadosa.
- 4.30. A piaci alapú értékelés alkalmazásának alapvető feltétele, hogy a felhasznált szorzószámok az értékelési időpontra vonatkozzanak, és az értékelendő gazdálkodó szervezethez hasonló, azzal legalább a legfőbb szempontok (pl. iparág, régió) szerint összevethető vállalatok adataiból származzanak. E feltételek hiányában a számítás súlyos torzításokhoz, megbízhatatlan eredményhez vezethet, így ilyen esetben a piaci alapú értékelés mellőzhető.
- 4.31. A kalkulációnál oda kell figyelni arra, hogy az adott szorzószám mire ad becslést: a P/E, P/S, P/BV szorzókkal közvetlenül a saját tőkére, míg az EV/EBIT és EV/EBITDA szorzókkal a teljes vállalati értékre vonatkozó eredményt kapunk, utóbbi két mutatónál így az üzletrész értékének megbecsléséhez a szorzat eredményéből le kell vonni a fennálló idegen tőkét (finanszírozási kötelezettségeket).

4.32. Tekintve, hogy a piaci alapú értékelés nem az értékelendő gazdálkodó szervezet teljesítményéből, hanem más vállalatok piaci adataiból (tőzsdei részvényárakból) indul ki, a számítás valójában nem értéket, hanem árbecslést ad eredményül. Éppen ezért a szorzószámok megközelítés inkább csak a vagyon-, illetve hozamalapon elvégzett értékelés eredményeinek visszaellenőrzéséhez, validálásához lehet hasznos eszköz, míg a piaci érték meghatározására önmagában nem alkalmas.

5. Diszkontok alkalmazása

- 5.1. Az értékelési folyamatban bizonyos esetekben szükségessé válhat a modell segítségével kalkulált értékre további csökkentő tényezőt, ún. diszkontot alkalmazni. A szakirodalom és az IVS által definiált két legfontosabb diszkont a korlátozott értékesíthetőség miatti (értékesíthetőségi) diszkont, valamint a kontroll hiánya miatti (kisebbségi) diszkont.
- 5.2. A korlátozott értékesíthetőség miatti (értékesíthetőségi) diszkont konkrét vagyonelemekre, vagy magára az üzletrészre vonatkoztatható. Alkalmazása akkor indokolt, ha az értékelés tárgyát képező vagyontárgy vagy az üzletrész iránti kereslet elmarad a szokásostól, így az objektum likviditása átlag alatti. Az értékesíthetőségi diszkont szokásos mértéke 15-20%.
- 5.3. A kontroll hiánya miatti (kisebbségi) diszkont alkalmazása akkor válik szükségessé, amikor az értékelt üzletrészhez kapcsolódó szavazati arány nem haladja meg az 50%-ot, azaz nem biztosít irányítási jogokat a tulajdonosa számára (nem tartalmazza a kontroll értékét). Ebben az esetben a kisebbségi üzletrész értékét a 100%-os üzletrész értékéből arányosítva, majd azt a kisebbségi diszkonttal korrigálva kell meghatározni. A kisebbségi diszkont szokásos mértéke 20-30%. Nem alkalmazható kisebbségi diszkont olyan üzletrészek esetében, melyek vonatkozásában nem teljesül a vállalkozás folytatásának elve (pl. bevonásra kerülő, megszűnő részesedés).

6. A megfelelő értékelési módszer kiválasztása, az érték megállapítása

- 6.1. Nem létezik olyan általános értékelési módszer vagy konkrét modell, amely minden értékelési szituációban, minden gazdálkodó szervezetre alkalmazható. A megfelelő módszer kiválasztása az értékelő felelőssége. Az azonban rögzíthető, hogy vagyonérték minden esetben lehet és kell számolni, továbbá a hozamérték megállapítása is szükséges minden olyan esetben, amikor az alkalmazási feltételek fennállnak (profitorientált gazdálkodó szervezet, amely nincs felszámolási helyzetben, valamint nem állnak fenn az előrejelzést ellehetetlenítő extrém piaci viszonyok).
- 6.2. A vagyonérték és a hozamérték módszerek alapkonceptiójukban térnek el, a vagyonérték a gazdálkodó szervezet megszüntetéséből, a hozamérték pedig a tevékenység folytatásából indul ki. E két feltevés egymást kizárja, így a két megközelítés kombinációja módszertanilag értelmezhetetlen. Ebből következően a vagyon- és hozamérték egyszerű vagy súlyozott átlagolásával meghatározott érték nem elfogadható.

- 6.3. Szorzószámokon alapuló piaci alapú (összehasonlító) értékelés a vagyon-, illetve hozamalapú értékelés visszaellenőrzéséhez felhasználható, ugyanakkor az értékmeghatározás alapjául nem elfogadható.
- 6.4. Az értékre vonatkozó végkövetkeztetést a vagyonérték és a hozamérték alapján, a legjobb hasznosítás elvét figyelembe véve kell kialakítani. Mindez azt jelenti, hogy az üzletrészre megállapított értéket a vagyon- és a hozamalapon meghatározott értékek közül a magasabb adja.

VII. Alkalmazási segédlet

Jelen módszertani leírásban – az itt kifejtett szabályok megértésének, gyakorlati alkalmazásának elősegítése céljából – az értékelési folyamat ábra is publikálásra kerül.

Szakirodalom:

- Takács A. (2021): Modern vállalatértékelés, Akadémiai Kiadó
- Fernandez, P. (2005): Discounted cash flow valuation methods: examples of perpetuities, constant growth and general case. Working Paper No. 604, July
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2010): Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies (5. kiadás), John Wiley & Sons
- Damodaran, A. (2012): Investment valuation, 3. kiadás, John Wiley & Sons.
http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/home.htm
- Aswath Damodaran (2006): A befektetések értékelése, Panem Könyvkiadó Kft.
- Ulbert J. (1997): A vállalat értéke. Janus Pannonius Tudományegyetem Közgazdaságtudományi Kar
- IVSC – International Valuation Standards Council (2020): International Valuation Standards, <https://www.ivsc.org/standards/international-valuation-standards/IVS>

A gazdálkodó szervezetek üzletrészeinek értékelési folyamata igazságügyi szakértés során

