

# Cégértékelés

Benefit Barcode Inc.

Vállalat értékének megállapítása  
diszkontált cash-flow módszer alkalmazásával

2015.05.19.

## Vállalati érték meghatározása

A Benefit Barcode Inc. többségi tulajdonosa és ügyvezetője, Jáger László a tervezett részvénykibocsátás miatt, a potenciális részvényesek tájékoztatása érdekében részletes üzleti terv kidolgozását és a társaság cégértékének megállapítását rendelte el.

Az üzleti terv teljes körűen bemutatja a vállalkozást, annak környezetét és stratégiáját, valamint növekedési potenciálját részletes kalkulációkkal alátámasztva szöveges és számszerű formában egyaránt. A cégértékelés az üzleti terv kiegészítő dokumentuma, így ennek értelmezéséhez az üzleti terv ismerete szükséges.

Az értékelés a pénzügyi tervek elemzése alapján *Diszkontált Cash-Flow* modell alkalmazásával valósult meg, a kalkuláció két forgatókönyvet elemez:

- **Teljes tevékenység értékelése:** A vállalati érték vizsgálata az üzleti tervben bemutatott teljes hazai és nemzetközi növekedési potenciál szerint
- **Magyarországi tevékenység értékelése:** A vállalati érték meghatározása kizárólag a magyarországi teljesítmény értékelése alapján, amely az üzleti tervben bemutatott fejlesztéssel és nemzetközi növekedéssel nem tervez

## Teljes tevékenység értékelése

### Feltételezések

*Benefit Barcod Inc. eredménykimutatása 2016-2020*

Eredménykimutatás (adatok THUF)	2016	2017	2018	2019	2020
<i>Belföldi értékesítés nettó árbevétele</i>	103 018	319 078	733 176	1 350 730	1 819 100
<i>Export értékesítés nettó árbevétele</i>	0	357 132	2 231 884	6 724 345	13 850 198
<b>Értékesítés nettó árbevétele</b>	<b>103 018</b>	<b>676 210</b>	<b>2 965 060</b>	<b>8 075 075</b>	<b>15 669 297</b>
Anyagjellegű ráfordítások	38 314	660 338	2 013 144	4 205 148	7 175 922
Személyi jellegű ráfordítások	68 453	192 659	298 741	307 704	316 935
Értékcsökkenési leírás	283,75	6 284	12 284	12 284	12 284
Egyéb ráfordítások	1 898	13 026	58 789	160 974	312 843
<b>ÜZEMI (ÜZLETI) TEVÉKENYSÉG EREDMÉNYE</b>	<b>-5 932</b>	<b>-196 097</b>	<b>582 103</b>	<b>3 388 965</b>	<b>7 851 314</b>
Pénzügyi műveletek eredménye	0	0	0	0	0
<b>ADÓZÁS ELŐTTI EREDMÉNY</b>	<b>-5 932</b>	<b>-196 097</b>	<b>582 103</b>	<b>3 388 965</b>	<b>7 851 314</b>
Adófizetési kötelezettség	0	0	65 599	598 903	1 446 750
<b>ADÓZOTT EREDMÉNY</b>	<b>-5 932</b>	<b>-196 097</b>	<b>516 503</b>	<b>2 790 062</b>	<b>6 404 565</b>

- **Feltételrendszer:** Az árbevételre vonatkozó tervek a Megbízó által készültek, konzervatív megközelítésben, tételesen, bevételi egységek szerinti lebontásban.
- **Profittermelő képesség:** Az intenzív hazai és nemzetközi árbevétel növekedésnek köszönhetően a társaság már 2018-ban átlépi fedezeti pontját, azt követően pozitív eredményt termel

## Vállalati érték meghatározása

A DCF modell alkalmazásához az alábbi paraméterek meghatározása szükséges:

- **Saját tőkére jutó tőkeköltés (rE):** Az értékelés a vállalati tőkeköltést a CAPM módszer alapján származtatott tőkeköltés becslés szerint kalkulálja, amely szerint a szakmai befektető elvárt hozama 9,46% a teljes vizsgált időszak során az alábbi feltételezések mentén:
  - **Kockázatmentes hozam (Rf):** A kockázatmentes hozam a projekt esetében Magyarország minimális kockázattal rendelkező hozamához köthető, amely a 10 éves hosszúlejáratú állampapírok éves hozamához igazodva, 2016. május 15-i adatgyűjtés alapján 3,8%-on kerül rögzítésre a teljes vizsgált időszak során.
  - **Súlyozatlan béta (b):** Az iparági érzékenység meghatározásánál az elemzés A. Damodaran által publikált adatbázis (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>) 2016. május 19-én rendelkezésre álló reklámpiaci és kiskereskedelmi szolgáltatások Európára vonatkozó, súlyozatlan béta mutatóinak átlaga került rögzítésre. Értéke 0,65 (advertising: 0,67, retail: 0,63) a teljes vizsgált időszak során.
  - **Tőkepiaci felár (Rm-Rf):** A Magyarországra vonatkozó tőkepiaci felár A. Damodaran adatbázisa alapján 2016. május 19-én 8,7% ( $R_m - R_f$ ) a teljes vizsgált időszak során.
  - **Diszkonttényezők:** A makrogazdasági és az iparági szempontokon túl, az elvárt hozam meghatározásakor további kockázati diszkontfelárak kerültek meghatározásra az alábbi egyedi kockázati tényezők alapján:
    - *Osztalékfizetési bizonytalanság (2,00%):* A teljesítménytől és növekedéstől függően a menedzsment 3-5 évig nem tervez osztalékot fizetni, amely a cég, így a részvények értékét csökkenti.
    - *Piaci kockázat (3,00%):* A nemzetközi piacokra vezetett új üzleti modell integráció és kereslet oldalról kockázatokat hordoz, így e diszkonttényező a vállalati értéket 1,5%-kal csökkenti.
- **Saját tőke / idegen tőke aránya:** A vállalkozás vizsgált időszakra vonatkozó saját és idegen tőke aránya 100-0%, a tervek szerint a működés pusztán saját tőkéből kerül finanszírozásra.
- **Súlyozott vállalati tőkeköltés (WACC):** A súlyozatlan béták és diszkonttényezők hatására a súlyozott vállalati tőkeköltés 2016-2020 között 14,46%.

Vállalati szintű szabad pénzáramok (FCFF) meghatározásához szükséges paraméterek

- **Üzemi eredmény (EBIT):** Konszolidált vállalati szintű tervezett éves üzemi eredmény, forrása a kidolgozott pénzügyi terv.
- **Üzemi eredmény (EBIT) adója:** Konszolidált üzemi eredményre jutó társasági adófizetési kötelezettsége, mértéke a lengyel vállalati társasági adókulcs alapján 12%

- **NOPLAT:** Konszolidált szintű üzemi eredmény társasági adófizetés után. Számítása: Üzemi eredmény (EBIT) – Üzemi eredmény (EBIT) adója
- **Befektetési Cash-flow (CAPEX):** Az üzleti terv szerinti éves bruttó (értékcsökkenési leírás nélkül számított) beruházások bevételei (+), illetve kiadásai (-). Forrása a pénzügyi terv.
- **Amortizáció:** Az üzleti tervben tervezett éves értékcsökkenési leírási kötelezettsége (+) alapján számított értékek
- **Működőtőke változás (NWC):** Konszolidált üzleti terv szerinti működőtőkéből (rövid lejáratú kötelezettségek és pénzállomány nélküli forgóeszközök különbsége) származó bevételek (+), illetve kiadások (-)
- **Vállalkozási szintű szabad pénzáram (FCFF):** Vállalkozás konszolidált szabadon rendelkezésre álló összes pénzárama. Számítása: FCFF = NOPLAT + Beruházási Cash-flow + Amortizáció + Működőtőkeváltozás.

#### Értékelési időszak és vállalati maradványérték (TV)

- **Értékelési időszak:** Az iparági sajátosságok alapján a stabilan beláthatónak ítélt időtáv 4 év (2016-2019), amelyre vonatkozóan a Megbízó nagy biztonsággal teljesíthetőnek ítéli az elkészített pénzügyi terveket.
- **Vállalati maradványérték (TV):** A vállalati maradványérték az értékelési időszakot követő 2020. évtől figyelembe vehető időszakra vonatkozó vállalati érték, amelynek annuitással kalkulált értékét növeli az FCFF explicit időszakon túl várt növekedése.
- **Vállalati maradványérték meghatározása során feltételezett éves növekedési ütem (%):** Cégcsoport pénzállományának várható éves növekedési üteme a vizsgálati időszakot követően konzervatív feltételezések alapján 2%.
- **Vállalati maradványérték jelenértéke (DTV):** A vállalati maradványérték 2016.05.19. értéknappal figyelembe vehető jelenértéke. Számítása három éves explicit időszak feltételezése esetén:

$$DTV = \frac{TV}{(1 + WACC)^3}$$

#### Vállalati érték meghatározása Diszkontált Cash-flow (DCF) módszerrel

- **Diszkontált Cash-flow éves:** a Cégcsoport egyes időszakaira vonatkozó szabad pénzáramainak (FCFF) diszkontált jelenértékei. Számítása: FCFF (éves) \* (1 / 1 + Elvárt hozam (%))<sup>t</sup>
- **Diszkontált Cash-flow jelenérték.:** Vállalkozás éves diszkontált cash-flow jelenértékeinek összege 2016.01.01-i jelenértékre számítva
- **Diszkontált Cash-flow és Vállalati maradványérték jelenérték.:** Diszkontált Cash-flow jelenérték és Vállalati maradványérték összege 2016.01.01-i jelenértékre számítva.

*Vállalati érték meghatározása (THUF)*

Pénzügyi teljesítmény (THUF)	2016	2017	2018	2019	Maradványérték
WACC (CAPM modell)	14,46%	14,46%	14,46%	14,46%	14,46%
Diszkont faktor	0,87	0,76	0,67	0,58	0,58
EBIT	-5 932	-196 097	582 103	3 388 965	3 388 965
EBIT társasági adója	0	0	65 599	381 916	381 916
NOPLAT	-5 932	-196 097	516 503	3 007 049	3 007 049
Befektetési Cash-flow (CAPEX)	-60 000	-60 000	0	0	0
Értékcsökkenési leírás	284	6 284	12 284	12 284	12 284
Működőtőke változás (NWC)	9 677	8 873	1 193	57 829	57 829
FCFF	244 029	-240 940	529 980	2 860 174	2 860 174
Diszkontált FCFF	213 210	-183 924	353 472	1 666 685	29 276 641
Explicit időszak jelenértéke 2016.05.19. (HUF)	2 049 443				
Implicit időszak jelenértéke 2016.05.19. (HUF)	29 276 641				
<b>Vállalati érték 2016.05.19. (THUF)</b>	<b>31 326 083</b>				

A Megbízó által rendelkezésre bocsátott adatokat felhasználva felépített pénzügyi terv, valamint a DCF módszer feltételezései alapján:

- 2016-2018. évek közötti explicit időszakra várható befektetési és működési tőke kiadások után számított szabad pénzáramok (FCFF) 2016.05.19-re diszkontált maradványértéke HUF 2.049.443.000,-
- az implicit időszak 2016.05.19-re diszkontált maradványértéke HUF 29.276.641.000,-,

amely összesen **HUF 31.326.641.000,- összegű vállalati értéket eredményez.** 280 HUF/USD árfolyamon ez USD 111.879.000,-

## Magyarországi tevékenység értékelése

### Feltételezések

A Megbízó a potenciális részvényesek számára visszavásárlási garanciát biztosít a részvényekre vonatkozóan, melyekre fedezetet a tervek szerint a hazai tevékenység biztosít, ennek érdekében informáló céllal a Benefit Barcode Inc. cégértéke az alábbi forgatókönyv szerint is meghatározásra került:

- **Kizárólag a magyarországi bevételekre fókuszálva**
- **Nagyméretű szoftverfejlesztési beruházás megvalósulása nélkül**
- **Nemzetközi tevékenységhez kapcsolódó költségtételek nélkül**

*Benefit Barcode Inc. eredménykimutatása nemzetközi piacra lépés nélkül 2016-2020*

Eredménykimutatás (adatok THUF)	2016	2017	2018	2019	2020
Belföldi értékesítés nettó árbevétele	103 018	318 478	731 139	1 318 957	1 778 005
Export értékesítés nettó árbevétele	0	0	0	0	0
<b>Értékesítés nettó árbevétele</b>	<b>103 018</b>	<b>318 478</b>	<b>731 139</b>	<b>1 318 957</b>	<b>1 778 005</b>
Anyagjellegű ráfordítások	37 314	99 137	128 898	196 110	283 548
Személyi jellegű ráfordítások	68 453	151 956	161 372	166 213	171 199
Értékcsökkenési leírás	284	6 284	6 284	6 284	6 284
Egyéb ráfordítások	1 898	6 155	14 402	26 151	35 326
<b>ÜZEMI (ÜZLETI) TEVÉKENYSÉG EREDMÉNYE</b>	<b>-4 932</b>	<b>54 947</b>	<b>420 184</b>	<b>924 199</b>	<b>1 281 649</b>
Pénzügyi műveletek eredménye	0	0	0	0	0
<b>ADÓZÁS ELŐTTI EREDMÉNY</b>	<b>-4 932</b>	<b>54 947</b>	<b>420 184</b>	<b>924 199</b>	<b>1 281 649</b>
Adófizetési kötelezettség	0	5 495	42 018	130 598	198 513
<b>ADÓZOTT EREDMÉNY</b>	<b>-4 932</b>	<b>49 452</b>	<b>378 165</b>	<b>793 601</b>	<b>1 083 135</b>

### Vállalati érték meghatározása

A DCF modell alkalmazása a teljes tevékenység értékelésével azonos metodikát követ, így bemutatása a változások kiemelésével és összefoglaló táblázat alkalmazásával történik.

- **Teljesítmény változása:** A vállalkozás profittermelő képessége (előző táblázat - adózott eredmény) alacsonyabb a teljes tevékenységéhez viszonyítva, melynek eredményeképpen a számítás alapját jelentő Diszkontált FCFF értéke is alacsonyabb lesz.
- **Diszkonttényezők:**
  - *Osztalékfizetési bizonytalanság (2,00%):* A teljesítménytől és növekedéstől függően a menedzsment 3-5 évig nem tervez osztalékot fizetni, amely a cég, így a részvények értékét csökkenti.
  - *Piaci kockázat (2,00%):* Magyarországon kipróbált modell kisebb mértékű kockázatot hordoz, így ennek értéke alacsonyabb

- **Súlyozott vállalati tőkeköltség (WACC):** a változott diszkonttényezők hatására a súlyozott vállalati tőkeköltség 2016-2019 között 13,39%.

*Vállalati érték meghatározása a magyarországi tevékenységre fókuszálva (THUF)*

Pénzügyi teljesítmény (THUF)	2016	2017	2018	2019	Maradványérték
WACC (CAPM modell)	13,39%	13,39%	13,39%	13,39%	13,39%
Diszkont faktor	0,88	0,78	0,69	0,60	0,60
EBIT	-4 932	54 947	420 184	924 199	924 199
EBIT társasági adója	0	0	42 018	92 420	92 420
NOPLAT	-4 932	54 947	378 165	831 779	831 779
Befektetési Cash-flow (CAPEX)	-60 000	0	0	0	0
Értékcsökkenési leírás	284	6 284	6 284	6 284	6 284
Működő tőke változás (NWC)	9 677	9 925	-4 012	10 022	10 022
FCFF	5 029	65 661	380 437	809 907	809 907
Diszkontált FCFF	4 436	51 069	260 951	489 932	5 146 265
Explicit időszak jelenértéke 2016.05.19. (HUF)	806 387				
Implicit időszak jelenértéke 2016.05.19. (HUF)	5 146 265				
<b>Vállalati érték 2016.05.19. (THUF)</b>	<b>5 952 653</b>				

A Megbízó által rendelkezésre bocsátott adatokat felhasználva felépített pénzügyi terv, valamint a DCF módszer feltételezései alapján:

- 2016-2018. évek közötti explicit időszakra várható befektetési és működési tőke kiadások után számított szabad pénzáramok (FCFF) 2016.05.19-re diszkontált maradványértéke HUF 806.387.000,-
- az implicit időszak 2016.05.19-re diszkontált maradványértéke HUF 5.146.265.000,-,

amely összesen **HUF 5.952.653,- összegű vállalati értéket eredményez.** 280 HUF/USD árfolyamon ez USD 21.259.000,-

## Összegzés

---

A Benefit Barcode Inc. vállalati értéke az összeállított pénzügyi tervek feltételezései alapján, diszkontált cash-flow módszer alkalmazásával becsülve:

- **Teljes tevékenységre vonatkozóan: HUF 31.326.641.000,- (USD 111.879.000,-)**
- **Kizárólag a magyar tevékenység alapján: HUF 5.952.653,- (USD 21.259.000,-)**

### *Felelősség kizárása*

*Jelen dokumentum nem tekinthető a vállalkozás vagyoni, pénzügyi és jogi helyzetét teljes körűen bemutató dokumentumnak. Az értékelés a rendelkezésre bocsátott információs igénylista alapján a Megrendelő maga határozza meg. Fentiek alapján az értékelést végző nincs abban a helyzetben, hogy a társaság működését, illetve vagyoni, pénzügyi és jogi helyzetét egészében értékelni tudja, és nem tudja megállapítani, hogy vannak-e olyan lényeges információk vagy dokumentumok, amelyek nem hozzáférhetőek, továbbá azt sem tudja megbecsülni, hogy az esetlegesen visszatartott dokumentumok milyen hatással lennének jelen értékelés megállapításaira.*

*Következésképpen az értékelésben szereplő feltételezések, vélemények és következtetések nem tekinthetők teljes körűnek, ezért az értékelést készítő nem vállal felelősséget a dokumentumban foglalt információk megbízhatóságáért és teljességéért. A jelen dokumentumban található információk tájékoztató jellegűek.*

*Ezen kívül az elemzés készítője semmilyen esetben nem tartozik kártérítési felelősséggel semmilyen a dokumentumban szereplő téves, pontatlan, vagy hibás információért, illetve közvetlen, közvetett vagy következményes kárért, továbbá semmilyen egyéb olyan kárért vagy veszteségért, amely jelen dokumentumban hozzáférhető információ használatából eredő, vagy azzal kapcsolatos használatkiesésből, adatvesztésből, bevétel- vagy haszonkiesésből származik, tekintet nélkül arra, hogy ez a veszteség szerződés megszegésével vagy rendszeren kívüli károkozással vagy bármely egyéb körülménnyel kapcsolatos.*

*Budapest, 2016.05.19.*