

Budapesti Városüzemeltetési Holding Zrt.

A Fővárosi Közbeszerzési
Lebonyolító és Minőségbiztosító
Kft. üzletértékelése

*Szigorúan titkos és
bizalmas*

2017. augusztus 8.

pwc

3.sz. melléklet



Dr. Polacsek Csaba
Cégtárs
T: +36 1 461 9751
M: +36 30 970 6304
F: +36 1 461 9101
csaba.polacsek@hu.pwc.com

Réczey Zoltán
Manager
T: +36 1 146 9100
M: +36 30 425 6303
F: +36 1 461 9101
zoltan.reczey@hu.pwc.com

PricewaterhouseCoopers
Magyarország Kft.
1055 Budapest, Bajcsy-Zsilinszky u. 78.
T: +36 1 461 9100
F: +36 1 461 9101

Egry Attila Elnök-Vezérigazgató Úr részére
Budapesti Városüzemeltetési Holding Zrt.
1052 Budapest
Városház utca 9-11.

2017. augusztus 8.

Tisztelt Elnök-Vezérigazgató Úr!

Elkészítettük a Fővárosi Közbeszerzési Lebonyolító és Minőségbiztosító Kft. értékelését
jövedelem alapú értékelési módszertan alapján 2017. június 30-i értékelési dátumra
vonatkozóan. Az értékelés eredményét a mellékelt jelentésben („Jelentés”) részletezzük.

Jelentésünk tartalmazza az alkalmazott módszertan részletes ismertetését, az alkalmazott
szakmai definíciókat, a felhasznált főbb feltételezéseket, az értékelést alátámasztó tények és
adatok bemutatását, korlátozó körülményeket, valamint a számítások eredményét.

Amennyiben bármilyen kérdése, megjegyzése lenne, kérem, hogy keressen engem vagy Réczey
Zoltán kollégámat a mellékelt elérhetőségeken.

Tisztelettel:

Dr. Polacsek Csaba
Cégtárs

Tartalom

Vezetői összefoglaló	4
Megbízás tárgya	6
1 A Társaság bemutatása	7
2 A Társaság pénzügyi adatai	8
Értékelés	10
3 Értékelési módszertanok	11
4 A jövedelem alapú értékelés főbb lépései és feltételezései	12
5 Az előrejelzés feltételezéseinek bemutatása	13
6 A saját tőke értékének levezetése	14
Melléklet	15
1 Korlátozások	16
2 Információforrások	18
3 Értékelési módszertanok	19
4 Súlyozott átlagos tőkeköltség (WACC)	21
5 Rövidítések	22

Vezetői összefoglaló

A Fővárosi Közbeszerzési Lebonyolító és Minőségbiztosító Kft. 100%-os saját tőkéjének értéke 2017.06.30-ra vonatkozóan jövedelem alapú módszertan alapján -197,4 millió Ft. A tervezett 200 - 300 millió Ft tőkeemelés megvalósulása esetén a saját tőke értéke 2,6 - 102,6 millió forintba növekszik.

A megbízás tárgya	Feladatunk a Fővárosi Közbeszerzési Lebonyolító és Minőségbiztosító Kft. („FKLM”, „Társaság”) 100%-os üzletrészenek értékelése a Budapesti Városüzemeltetési Holding Zrt. („BVH”) által megvalósítani tervezett apport vagy üzletrész vásárlás kapcsán. Az értékelés fordulónapja 2017. június 30-a.
Piaci érték fogalma	A piaci érték az értékelés napjára vonatkozóan azon összeg, amelyben egy nem korlátozott, szabad piacon, ésszerű körülmények között egy jól tájékozott, eladni akaró, de eladásra nem kényszerülő eladó és egy jól tájékozott, vásárolni akaró, de vásárolni nem kényszerült vevő egyezne meg, ahol mindkét fél gazdasági érdekeinek megfelelően cselekszik, megfelelően tájékozott a piaci körülményekről, a szóban forgó társaság(ok) vagyoni helyzetéről és jövőbeli kilátásairól.
Információ bázis	Az értékelés során elsődlegesen a Társaság által rendelkezésünkre bocsátott dokumentumokra (éves beszámolók, főkönyvek, üzleti tervek, szerződések) támaszkodtunk. A részünkre átadott információk hitelességére vonatkozóan nem végeztünk semmilyen könyvvizsgálat jellegű munkát; feltételeztük, hogy az átadott információk pontosak és teljes körűek. Munkánk során nyilvános forrásból szerzett információkra is támaszkodtunk, mely információkat változtatás nélkül használtuk fel. Az értékelés fordulónapja 2017. június 30. A Társaság értékének meghatározása tehát az erre az időpontra vonatkozó pénzügyi kimutatásokon, gazdálkodási adatokon és az értékelés időpontjában rendelkezésre álló információkon alapul.
Módszertan	A Társaság értékelését jövedelem alapú megközelítéssel, ezen belül a diszkontált cash flow („DCF”) módszerrel végeztük el. A DCF módszer értelmében egy társaság üzleti értékét a tőle jövőben várható pénzáramok nagysága határozza meg. A módszer lényegét tekintve egy nettó jelenérték számítás, amelynek során a jövőbeli szabad pénzáramokat a pénz időértékét és a pénzáramok kockázatát kifejező tőkealkáltsággal diszkontáljuk. A jövőbeni pénzáramlások előrejelzése tekintetében a kiindulási alapot a Társaság menedzsmentje („Menedzsment”) által készített, 2017-2020 időszakra vonatkozó üzleti terv képezte, melyet a rendelkezésünkre bocsátott kiegészítő információk, a múltbeli gazdálkodási adatok, valamint a releváns makrogazdasági és piaci előrejelzések alapján szükség esetén módosítottunk. A vállalati szabad pénzáramot a megfelelő nominális diszkontrátával jelenértékesítettük (súlyozott átlagos tőkealkáltság: 6,6%). Az előzetes cégértéket korrigáltuk a nettó adósságállomány értékével, melynek eredményeképpen meghatározható a saját tőke értéke.

Vezetői összefoglaló

A Fővárosi Közbeszerzési Lebonyolító és Minőségbiztosító Kft. 100%-os saját tőkéjének értéke 2017.06.30-ra vonatkozóan jövedelem alapú módszertan alapján -197,4 millió Ft. A tervezett 200 - 300 millió Ft tőkeemelés megvalósulása esetén a saját tőke értéke 2,6 - 102,6 millió forintba növekszik.

Értékelést befolyásoló tényezők

A Társaság Budapest Főváros Önkormányzata („Önkormányzat”) valamint az Önkormányzat 100 %-os tulajdonában álló gazdasági társaságok részére nyújt a közbeszerzések lebonyolításához kapcsolódó szolgáltatásokat. A Fővárosi Kgy. 1549/2015.(12.02.) sz. rendeletében foglalt, a Fővárost és társaságait érintő szerződéskötési kötelezettség az FKLM-mel (a közbeszerzési eljárások lebonyolítása, valamint egyéb beszerzések minőségbiztosítása tárgyában) a kapott üzleti terv szerint várhatóan hosszú távon biztosítja a Társaság árbevétel generáló képességét. A Társaság 2015 végén alakult és jelenleg is még a tevékenység kezdeti fázisában van, így a bevételek egyelőre elmaradnak a nyereséges működéshez szükséges szinttől, a Társaság veszteséges.

A rendelkezésünkre bocsátott üzleti terv 2017-re és 2018-ra vonatkozóan tartalmaz részletes előrejelzést a bevételekre vonatkozóan, figyelembe véve a Társaság meglévő szerződésállományát, valamint a fenti intézményi kör közbeszerzési tervei alapján várható megbízásokat. Ennek alapján a Társaság nettó árbevétele 2017-2018-ban dinamikus bővülhet, majd 2019-től mérséklődhet a bővülés és a Társaság 2020-ra érheti el a stabil működéséhez szükséges volument. A bevételek Menedzsment által előrejelzett növekedése jelentősen befolyásolja a Társaság eredményességét, tekintettel a fix költségek magas arányára.

A közbeszerzések volumene és időzítése, így az ebből származó bevételek előrejelzése természetesen bizonyos fokú bizonytalanságot hordoz magában, ugyanakkor a BVH a Menedzsmenttel egyeztetve megerősítette, hogy szakmailag megalapozottak és teljesíthetők az üzleti terv sarokszámai. Jelentésünkben ezen előrejelzések teljesülésére vonatkozó feltétel mellett határoztuk meg a Társaság üzleti értékét.

A Társaság értékét jelentősen befolyásolja továbbá a magas adósság állomány (304 millió forint), amely döntően a tulajdonossal szemben fennálló tartozásokat tartalmaz. A 2016.06.30-i előzetes pénzügyi kimutatások alapján a Társaság negatív (-85,5 millió Ft) saját tőkével rendelkezik, melynek alapján szükséges a Társaság tőkehelyzetének rendezése. A Társaságtól és a BVH-tól kapott információk alapján a tulajdonos Önkormányzat vizsgálja a tőkeemelés lehetőségét, várhatóan 200 - 300 m Ft értékben, a tulajdonosi kölcsön tőkésítése révén. Az alábbiakban ezért a tervezett tőkeemelés megvalósulása mellett is bemutatjuk a Társaság piaci értékét.

Konklúzió

A bemutatott feltételek mellett a Társaság 100%-os saját tőkéjének értéke 2017.06.30-ra vonatkozóan jövedelem alapú módszertan alapján -197,4 millió Ft. Az adósság/hitel konverzió révén megvalósuló tőkeemelés szükséges a pozitív saját tőke érték biztosításához, a tervezett tőkeemelés hatására a saját tőke értéke a tőkeemelésnek megfelelően növekszik, tehát 200 millió Ft-os tőkeemelés esetén 2,6 millió Ft-ra, 300 millió Ft-os tőkeemelés esetén pedig 102,6 millió Ft-ra módosul a 100%-os saját tőke értéke.

Megbízás tárgya

Megbízás tárgya		
		6
1	A Társaság bemutatása	7
2	A Társaság pénzügyi adatai	8

A Társaság bemutatása

A Társaság bemutatása

A Társaság alapításáról Budapest Főváros Közgyűlése a 2015. december 2-án tartott közgyűlésén döntött (1534/2015. (12.02.) Főv. Kgy. határozat) az alapítás dátuma 2015. december 17., a bejegyzés dátuma 2016. január 1. Az FKLM székhelye Budapesten, Andrássy út 12. szám alatt található.

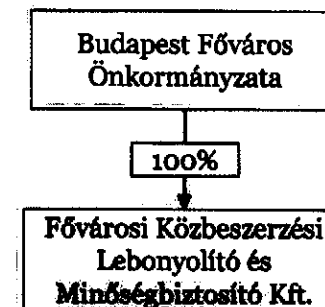
A Társaság feladata az 1549/2015. (12.02.) Főv. Kgy. határozat értelmében, hogy a Budapest Főváros Önkormányzatának 100 %-os tulajdonában álló gazdasági társaságok az 1549/2015. (12.02.) Főv. Kgy. határozat alapján a közbeszerzésekről szóló 2015. évi CXLI. tv. szerinti feltételek fennállása esetén a közbeszerzési eljárásaikat a Társaságon keresztül bonyolítsák le, a beszerzések minőségbiztosítása, jobb tervezhetőség és a takarékos városgazdálkodás megteremtésének érdekében.

Ennek értelmében az európai uniós értékhatárt, továbbá építési beruházás és építési koncesszió esetén a 150 millió forintot elérő vagy meghaladó egybeszámított becsült értékű eljárások esetében minden ajánlatkérő esetén az FKLM felelős a közbeszerzési eljárás lefolytatásáért. Az előbbi értékhatárokat el nem érő egybeszámított becsült értékű eljárások esetében viszont kizárólag az Önkormányzat számára végzett közbeszerzési eljárást végzi az FKLM.

A Társaság 2015. végén alapult, feladata az Önkormányzat 100%-os tulajdonában álló gazdasági társaságok esetében a meghatározott értékhatár fölötti, a Fővárosi Önkormányzat esetében az összes közbeszerzési eljárás lefolytatása. Az FKLM 100%-os tulajdonosa az Önkormányzat.

A Társaság ügyfelei közé tartoznak: Budapest Főváros Önkormányzata, BKV Zrt., BFVK Zrt., FŐKERT Nonprofit Zrt., FŐKÉTÜSZ Kft., BKK Zrt., BVH Zrt., FŐTÁV Zrt., Fővárosi Vízművek Zrt., FKF Zrt., FTSZV Kft., Budapest Közút Zrt., Gimnáziumok Gazdasági Szervezete, Budapest Film Zrt., Budapesti Történeti Múzeum, Fővárosi Önkormányzat Csarnok és Piac Igazgatóság, Budapest Főváros Főpolgármesteri Hivatal, ENVIRODUNA Kft., Fővárosi Önkormányzati Rendészeti Igazgatóság, Fővárosi Szabó Ervin Könyvtár, Fővárosi Önkormányzat Idősek Otthona (Kamaraerdő), Fővárosi Állat- és Növénykert, Budapest Bábszínház, Budapesti Szolgáltató Központ, Kolibri Színház, BVA Nonprofit Kft., Madách Színház, Katona József Színház, Örkény Színház, Vigaszínház, Thália Színház, József Attila Színház, BFVT Kft., Újszínház, Radnóti Színház, Centrál Színház, Budapest Esély Kft., Szabadtér Színház, Fővárosi Önkormányzat Idősek Otthona (Szombathely), Trafó KMH Nonprofit Kft.

Tulajdonosi struktúra



Forrás: Társaság honlapja

A Társaság vagyoni helyzete

Az FKLM jelentős elvégzett, de még ki nem számlázott saját teljesítménnyel rendelkezik eszköz oldalon, forrás oldalon nagy összegű tulajdonosi beruházási támogatás található. A Társaság saját tőkéje negatívba fordult 2017.06.30-ra a veszteséges működés miatt.

Eszközök	Me.	2016.12.31	2017.06.30
Szellemi termékek	eFt	6 306	5 653
Tárgyi eszközök	eFt	38 606	40 229
Befektetett eszközök	eFt	44 912	45 882
Befejezetlen termelés és félkész termékek	eFt	122 938	122 938
Áruk	eFt	179	56
Készletek	eFt	123 117	122 994
Követelések	eFt	69 779	52 664
Pénzeszközök	eFt	63 402	65 755
Forgóeszközök	eFt	256 298	241 413
Költségek, ráfordítások aktív időbeli elhatárolása	eFt	4 308	6 330
Eszközök összesen	eFt	305 518	293 625
Források	eFt	2016.12.31	2017.06.30
Jegyzett tőke	eFt	50 000	50 000
Tőketartalék	eFt	249 000	249 000
Eredménytartalék	eFt	-	(172 266)
Adózott eredmény	eFt	(172 266)	(212 277)
Saját tőke	eFt	126 734	(85 543)
Céltartalék a jövőbeni költségekre	eFt	3 454	3 454
Szállítók	eFt	13 184	971
Vevőktől kapott előlegek	eFt	9 449	53 211
Rövid lejáratú kölcsönök	eFt	-	200 000
Kapcsolt rövid lejáratú kötelezettségek	eFt	108 988	104 000
Egyéb rövid lejáratú kötelezettségek	eFt	42 881	17 532
Rövid lejáratú kötelezettségek	eFt	174 502	375 714
Passzív időbeli elhatárolások	eFt	828	-
Források összesen	eFt	305 518	293 625

Forrás: Menedzsment információ

A szellemi termékek között ügyviteli szoftverek, a tárgyi eszközök között legnagyobb arányban számítógépek, irodatechnikai gépek (17,2 mFt) és személygépkocsik találhatóak (17,2 mFt) az értékelés fordulónapján.

A befejezetlen termelés és félkész termékek a már megkezdett közbeszerzési projektekhez kapcsolódóan tartalmazza a ki nem számlázott saját teljesítményeket.

A követelések főképp egyéb követeléseket tartalmaznak (48,9 mFt 2017. első félévének végén). Az egyéb követelések legnagyobb eleme az irodabérleti szerződésben kikötött kaució 46,9 mFt értékben (részben deviza alapú), valamint az ÁFA követelés.

A Társaság saját tőkéje negatívba fordult 2017-ben, melynek oka a veszteséges gazdálkodás. A jegyzett tőke alapításkor 3 millió forint volt, amit még 2016 során 50 millió forintra emeltek.

A Társaság eddig 200 mFt-ot hívott le a tulajdonos Önkormányzat által biztosított 300 mFt keretösszegű kölcsönmegállapodásból.

A Társaság 2016-ban 104 mFt összegben kapott beruházási támogatást, mely a kapcsolt kötelezettségek között kerül kimutatásra. Mivel nem került teljes egészében felhasználásra, ezért egy részét (37,5 mFt) vissza kell fizetni.

Az egyéb rövid lejáratú kötelezettségek adókat, járulékokat és munkabérfizetési kötelezettségeket takarnak.

A Társaság jövedelmezősége

A Társaság bevételei a tevékenység megkezdése óta felfutó trendet követnek, ugyanakkor jelentősen elmaradnak a potenciális bevétel szinttől. A ráfordítások túlnyomóan fix költségből állnak. A Társaság jelentős veszteségeket halmozott fel magalakulása óta.

Eredménykimutatás	Me.	2016	2017 H1
Értékesítés nettó árbevétele (beföldi)	eFt	1 320	44 474
Saját termelésű készletek állományváltozása	eFt	122 938	-
Egyéb bevételek	eFt	136 088	505
Anyagköltség	eFt	4 253	1 679
Igénybe vett szolgáltatások értéke	eFt	79 549	47 835
Egyéb szolgáltatások értéke	eFt	6 237	2 832
Eladott (közvetített) szolgáltatások értéke	eFt	1 320	6 627
Anyagjellegű ráfordítások	eFt	91 359	58 973
Bérek	eFt	227 594	140 364
Személyi jellegű egyéb kifizetések	eFt	17 562	11 262
Bérjárulékok	eFt	69 349	35 713
Személyi jellegű ráfordítások	eFt	314 508	187 339
Egyéb ráfordítások	eFt	4 149	241
EBITDA	eFt	(149 667)	(201 574)
Értékcsökkenési leírás	eFt	21 333	10 700
Üzemi eredmény (EBIT)	eFt	(171 000)	(212 274)
Pénzügyi műveletek bevételei	eFt	20	2
Pénzügyi műveletek ráfordításai	eFt	1 286	5
Adózás előtti eredmény	eFt	(172 266)	(212 277)
Adófizetési kötelezettség	eFt	-	-
Adózott eredmény	eFt	(172 266)	(212 277)

Forrás: Menedzsment információ

A Társaság árbevételét 2016-ban (tevékenységének első évében) kizárólag az Önkormányzat részére továbbszámlázott díjak (közvetített szolgáltatások) alkották. 2017-ben 42,3 mFt származott közbeszerzési tevékenység árbevételéből.

A saját termelésű készletek állományváltozása a már megkezdett projektekhez kapcsolódó ki nem számlázott saját teljesítmények értékét mutatja.

Az egyéb bevételek főleg működési célú tulajdonosi támogatást takarnak 2016-ban és 2017 első félévében is. A 2016-os támogatás elhatárolt összegének feloldásából ered a 2017. első félévi 503 ezer forintos bevétel elem.

Az anyagjellegű ráfordítások jelentős része fix költség. Az igénybe vett szolgáltatások döntő részben ingatlan bérleti díjat tartalmaz (26,9 mFt 2017 első félévében), ezen kívül jelentős az ingatlan üzemeltetési költség (7,1 mFt 2017 H1-ben).

A Társaság 2016-ban 32 főt foglalkoztatott, és 2017-ben is változatlan létszámmal tervez a Menedzsment.

A Társaság jelentős veszteség mellett működik, melynek oka, hogy miközben jelentős a fix költségek aránya, a bevételek jelenleg az elmúlt időszakban nem érték el a potenciális szintet.

Értékelés

Értékelés	10
3 Értékelési módszertanok	11
4 A jövedelem alapú értékelés főbb lépései és feltételezései	12
5 Az előrejelzés feltételezéseinek bemutatása	13
6 A saját tőke értékének levezetése	14

Értékelési módszertan kiválasztása

A nemzetközi sztenderdek alapján három alapvető értékelési módszert különböztetünk meg: a jövedelem alapú, a piaci összehasonlító alapú, és az eszköz alapú értékelési módszertanokat (részletesebben ld. 3. melléklet). A valós piaci érték megállapításához megfelelő módszer kiválasztása minden esetben a vizsgált társaság jellegének és az adott helyzethez kapcsolódó körülmények függvénye.

A rendelkezésre álló információk alapján elmondható, hogy a Társaság üzleti értéke alapvetően a megtermelt jövőbeni pénzáramokból származik, ezért az értékelés a jövedelem alapú megközelítés alapján került elvégzésre.

A jövedelem alapú módszertan a vállalatok működéséhez kapcsolódó pénzáramlást vizsgálja, a megfelelő tőkeköltséggel diszkontálja azt, így határozva meg a vállalat értékét. A módszer alapja a Társaság hosszú távú üzleti terve.

A Társaság esetében a pénzáramok előrejelzése tekintetében a kiindulási alapot a Menedzsment által készített, 2017-2020. évekre vonatkozó részletes üzleti terv képezte, melyet a rendelkezésünkre bocsátott kiegészítő információk, múltbeli gazdálkodási adatok figyelembe vételével módosítottunk.

Az értékelés jövedelem alapú megközelítés alapján került elvégzésre, fordulónapja 2017.06.30. Az értékelés elsődleges információs bázisát a Menedzsment által megküldött 2017-2020-ra vonatkozó részletes üzleti terv, valamint a 2016-2017 H1-es időszak historikus adatai és egyéb kiegészítő információk képezték.

Munkánk során az értékelést az alábbi kritériumok figyelembe vételével végeztük el:

- *A piaci érték definíciója:* A méltányos piaci érték úgy definiálható, mint olyan ár, amiben egy nem korlátozott, szabad piacon, ésszerű körülmények között egy jól tájékozott, eladni akaró, de eladásra nem kényszerülő eladó és egy jól tájékozott, vásárolni akaró, de vásárolni nem kényszerült vevő egyezne meg, ahol mindkét fél gazdasági érdekeinek megfelelően cselekszik, megfelelően tájékozott a piaci körülményekről, a szóban forgó társaság(ok) vagyoni helyzetéről és jövőbeli kilátásairól.
- *A folyamatos működés feltételezése:* Feltételeztük, hogy a Társaság a működését a tervek szerint folytatja, a megkezdett beruházásait befejezi, és a meglévő eszközei mellett ezeket is - az üzleti terveikben meghatározott céllal, eredményességgel és hasznossággal - működtetni fogja.

Az értékelés fordulónapja 2017. június 30., ezért az üzleti előrejelzés és az értékelés olyan információkat és eseményeket vesz figyelembe, amelyek az értékelés napján és röviddel azt követően ismertek vagy várhatóak voltak.

Az értékelés alapját a Társaság éves beszámolóí, főkönyvi adatai, üzleti terve, az adatszolgáltatás keretében rendelkezésünkre bocsátott egyéb dokumentumok, valamint a Menedzsmenttől kapott további információk jelentették.

A jövedelem alapú értékelés főbb lépései és feltételezései

Az explicit előrejelzés a 2017.07.01-től 2020.12.31-ig terjedő időszakot öleli fel, ezt követően állandó ütemű növekedést feltételeztünk. A pénzáramok diszkontálása során 6,6%-os súlyozott tőkeköltséggel számoltunk.

A jövedelem alapú értékelés során az alábbi fő lépéseket végezzük el:

- a Társaság pénzáramlásait alapvetően meghatározó tevékenységek működési feltételeinek meghatározása;
- egy ún. explicit előrejelzési időszak jövőbeli szabad pénzáramainak (a finanszírozás módjától független adózott cash flow-k) levezetése (működési, beruházási és működő tőke pénzáramlások), majd a megfelelő diszkontrátával történő jelenértékesítése;
- a maradványérték, azaz az explicit időszakot követően feltételezett, hosszú távon fenntartható pénzáram becslése és jelenértékesítése;
- az egyéb tételek (pénzeszközök, hitelek) figyelembe vétele a saját tőke értékének meghatározásához.

Munkánk során a 2016-os év és 2017 első félév (H1) alkották az elemzés historikus bázisát, az explicit előrejelzési időszak a 2017 H2 és 2018-2020 éveket öleli fel.

Az explicit előrejelzési időszak utáni értéket, az ún. maradványértéket örökjáradékként vettük figyelembe. Maradványérték számításunk azon a feltételezésen alapszik, hogy az explicit előrejelzési időszak utolsó évi cash flow-ja a maradványidőszakban nominálisan állandó ütemben, 1,8%-kal növekszik (Európai Központi Bank által konvergencia kritériumként előírt, az uniós tagországoknak ajánlott inflációs cél mértékével).

Az értékelés során a diszkontráta értékét társasági és iparági adatok felhasználásával határoztuk meg, az értékelés során figyelembe vett diszkontráta értéke az értékelés időpontjára vonatkozóan 6,6% (ld. 4. melléklet).

A Társaság pénzáramaira vonatkozó egyedi feltételezéseket, számításokat a következő oldalakon mutatjuk be.

Az előrejelzés feltételezéseinek bemutatása

Az értékelés során elsődlegesen a Menedzsment által megküldött üzleti tervre támaszkodtunk, melyet egyes (alábbiakban bemutatásra kerülő) pontokon módosítottunk.

A Menedzsment által készített üzleti terv feltételezései

Elfogadtuk a Menedzsment árbevétel előrejelzését, amely a 2017-es árbevételt a már meglévő szerződés állományból kalkulálja. Ennek egy része áthúzódik 2018-ra, emellett további új szerződések is várhatóak (az Önkormányzattal, Budapesti Városüzemeltetési Holding Zrt.-vel és további partnerekkel). 2018-tól évi 5%-os bővülést feltételez az üzleti terv. Az egyéb bevételek kapott támogatásokat takarnak, melyre vonatkozóan elfogadtuk a Menedzsment becslését.

A személyi jellegű ráfordítások nominális bérnövekedést tükröznek (2018-tól a személyi jellegű ráfordítások 3%-kal nőnek), a létszám stabilitása valószínűsíthető, tekintettel arra, hogy a jelenlegi létszám már egy magasabb tervezett szinthez lett igazítva.

Az anyagjellegű ráfordításokban csak kis változás következik be, tekintettel arra, hogy a fix költségek aránya rendkívül magas, emiatt alapvetően inflációs növekedés figyelhető meg. Az igénybe vett szolgáltatások a legnagyobb tétel, amelynek változását az inflációs növekedésen kívül 2019-től a várhatóan mérséklődő ingatlan bérleti díj befolyásolja.

A PwC által végzett módosítások az üzleti tervben

Feltételezéseink szerint 2018-tól a befejezetlen termelés és félkész termékek sorának értéke az árbevétel változását követve (3 havi bevétel szintnek megfelelő értékben) alakul a Menedzsment által előrejelzett változatlan szint helyett. Ehhez kapcsolódóan módosul az aktivált saját teljesítmények értéke és a működőtőke változás is.

A Menedzsment üzleti terve alapján kalkulált árbevétel és egyéb bevétel, személyi jellegű- és anyagjellegű ráfordítások, értékcsökkenés, valamint a PwC által kalkulált aktivált saját teljesítmények és egyéb ráfordítások mentén alakul ki a Társaság jövedelmezőségi szintje. Jelentős a nettó adósság mértéke.

Az egyéb ráfordítások tervezett értékét megnöveltük a helyi iparüzési adó és az innovációs járulék kalkulált mértékével. A tétel ezen kívül további adókat tartalmaz.

Beruházások és értékcsökkenés

A Menedzsment informatikai fejlesztésekkel kalkulál, melynek során licencek és IT infrastruktúra elemek kerülnek beszerzésre. Az új eszközök 3 éves élettartam mellett amortizálódnak.

Társasági adó

A fizetendő társasági adó mértékét a pozitív üzemi eredmény 9%-ában határoztuk meg, összhangban a jelenlegi szabályozással.

Működőtőke

A működőtőke változás előrejelzésénél 15%-os árbevétel arányos állományt feltételeztünk, figyelembe véve a normalizált tényadatokat. Az árbevétel növekedése a működőtőke állomány növekedését eredményezi, ami negatív pénzáramot jelent.

Nettó adósság

A nettó adósság fennálló állományának számításánál figyelembe vettük a Társaság pénzeszközeit (65,8 mFt) és az adósság típusú tételeket (200 mFt tulajdonosi kölcsön és 104 mFt tulajdonosi támogatást tartalmazó rövid lejáratú kötelezettség), valamint a céltartalékot, mely egy folyamatban lévő munkaügyi perhez kapcsolódik. A tételek összege 241,7 mFt nettó adósság állományt eredményez.

A saját tőke értékének levezetése

A Társaság 100%-os részesedésének becsült piaci értéke jövedelem alapon, a 2017.06.30-i értékelési fordulónapra vonatkozóan alap esetben -197,4 millió forint. A tervezett 200- 300 millió Ft-os tőkeemelés hatására a saját tőke értéke 2,6 – 102,6 millió forintra növekszik.

Megnevezés	Me.	2017 H2	2018	2019	2020	TV
Értékesítés nettó árbevétele	eFt	130 255	411 405	431 975	453 574	461 738
Egyéb bevételek	eFt	41 495	40 000	35 000	28 500	29 013
Aktivált saját teljesítmények	eFt	(7 802)	(12 285)	5 143	5 400	5 497
Anyagjellegű ráfordítások	eFt	(66 527)	(134 000)	(127 500)	(127 500)	(129 795)
Személyi jellegű ráfordítások	eFt	(141 626)	(314 150)	(323 575)	(333 282)	(339 281)
Értéksökkenési leírás	eFt	(9 492)	(15 757)	(13 389)	(7 460)	(7 594)
Egyéb ráfordítások	eFt	(2 059)	(11 256)	(11 545)	(11 927)	(12 142)
Üzemi eredmény (EBIT)	eFt	(55 755)	(36 043)	(3 891)	7 305	7 436
(-) EBIT-re jutó adó (@9%)	eFt	-	-	-	(657)	(669)
(+) Értéksökkenés	eFt	9 492	15 757	13 389	7 460	7 594
(-) Beruházások	eFt	(2 100)	(3 000)	(9 000)	(3 000)	(7 594)
Működőtőke (dec. 31.)	eFt	69 504	61 576	64 655	67 888	
(+)/(-) Működőtőke változása	eFt	40 770	7 928	(3 079)	(3 233)	(3 291)
FCFF	eFt	(7 594)	(15 358)	(2 581)	7 875	3 476
Növekedési ráta (g) (%)	%					1,8%
Diszkontráta	%	6,60%	6,60%	6,60%	6,60%	6,60%
Diszkontfaktor	#	0,984	0,909	0,852	0,800	16,676
Pénzáramok jelenértéke	eFt	(3 767)	(13 965)	(2 200)	6 297	57 968
Előzetes cégérték	eFt	44 344				
Nettó adósság (2017.06.30.)	eFt	(241 699)				
Saját tőke értéke (100%)	eFt	(197 355)				

Forrás: PwC kalkuláció

Az előrejelzett pénzáramok jelenértéke alapján kalkulált előzetes cégérték 44,3 millió forint, melyből a saját tőke értékét a nettó adósság állomány (241,7 millió forint) levonásával kapjuk meg.

A 100%-os saját tőke értéke alap esetben -197,4 millió forint. A tervezett tőkeemelés hatására a nettó adósság állomány csökkenésén keresztül pozitívba fordul a saját tőke értéke, 200 millió Ft-os tőkeemelés esetén 2,6 millió Ft-ra, míg 300 millió Ft-os tőkeemelés esetén 102,6 m Ft-ra nő a 100% saját tőke értéke.

A Társaság árbevétele jelentősen nő 2018-ban, onnantól mérsékelt növekedés figyelhető meg benne. Ezzel szemben a Társaság ráfordításai közel azonos szinten maradnak. Ennek oka, hogy jelentős a fix költségek aránya, valamint a Társaság indulásakor a 2017-es szinthez képest jóval nagyobb volumennel tervezett. A jövedelmezőség 2018-tól várhatóan jelentősen javul, de a bevételek csak 2020-ban érik el a költségek fedezetére elegendő szintet.

A maradványidőszakra stabil, 1,8%-os inflációnak megfelelő mértékű növekedést feltételezünk az üzemi eredményt érintő sorokban, valamint az utolsó évi, növekvő örökjáradék típusú diszkontfaktorban. A beruházások mértéke hosszú távon beáll az értéksökkenés szintjére, azaz a meglévő eszközök pótlására.

A fenti tényezők együtteséből adódik a vállalati szintű szabad pénzáram, melyet az ágazati benchmark adatok alapján meghatározott 6,6%-os súlyozott átlagos tőkeköltséggel jelenértékesítettünk (részletesebben ld. 4. melléklet).

Melléklet

Melléklet	15
1 Korlátozások	16
2 Információforrások	18
3 Értékelési módszertanok	19
4 Súlyozott átlagos tőke költség (WACC)	21
5 Rövidítések	22

Korlátozások (1/2)

A Jelentés kizárólag a Budapesti Városüzemeltetési Holding Zrt. valamint annak tulajdonosa, Budapest Főváros Önkormányzata részére készült, kizárólag a szerződésünkben és a Jelentésben megfogalmazott célból, és semmilyen más célra nem használható fel. A Jelentés és a hozzá tartozó dokumentumok bizalmas jellegűek.

Jelentésünknek nem volt célja beruházási, befektetési döntések alapját képezni, bármilyen hasonló döntés kizárólag az olvasót illeti és a következményei az olvasót terhelik.

Kizárólag az általunk ismert esetleges apportra vagy üzletrész vásárlásra vonatkozóan végeztünk elemzéseket, s készítettünk becsléseket.

A Jelentés sem részben, sem pedig egészben nem adható át harmadik fél részére (ide nem értve Budapest Főváros Önkormányzatát mint tulajdonost) a PricewaterhouseCoopers Magyarország Kft. („PwC”) előzetes írásbeli engedélye nélkül. A PwC nem vállal semmilyen felelősséget harmadik fél felé a Jelentés vagy Jelentésben szereplő bármely információ felhasználásából eredő esetleges károkért, kötelezettségekért.

A felhasznált információkat a PwC több, esetenként nyilvánosan elérhető forrásból, illetve a Társaság Menedzsmentjétől szerezte. A rendelkezésre álló adatokat nem vizsgáltuk felül, azokat nem ellenőriztük, illetve harmadik féllel nem ellenőriztettük, és nem hajtottunk végre a számviteli szabályoknak megfelelő könyvvizsgálatot, jogi vagy adóügyi tanácsadást.

Mindezekből következően, semmilyen felelősséget nem ismerünk el és nem vállalunk a felhasznált adatok (és különösen a rendelkezésünkre bocsátott információkat is beleértve) pontosságáért és teljességéért.

A jövőre vonatkozó előrejelzések jellegükből fakadóan bizonytalanok, előre nem látható események és körülmények felmerülése következtében előfordulhat, hogy az adott előrejelzések és a tényadatok között jelentős eltérések keletkeznek.

Az üzletértékelés természetéből fakadóan nem tekinthető egységes és egzakt tudománynak és az elemző által levont következtetések részben szubjektív értékítéleteket és döntéseket is tartalmazhatnak, ezáltal nem létezik egyetlen és vitathatatlan érték.

Minden következtetés, eredmény, és tény, amely a Jelentésben és az azt alátámasztó pénzügyi modellben szerepel az Értékelés napján vagy röviddel azt követően ismert tényeken, várható eseményeken és értékítéleteken alapszik.

Jelen gazdasági környezetben a gyorsan változó üzleti és finanszírozási feltételek számottevően befolyásolhatják az elemzést. Ebből következően a Jelentésben megfogalmazott konklúzió kizárólag az Értékelés napján érvényes.

A Jelentés dátuma óta nem végeztünk semmilyen munkát. A Jelentés nem tartalmazza az olyan események vagy körülmények esetleges hatásait, amelyek az említett értékelési időpont után merülhettek fel, és nem tartalmaz olyan információkat, amelyek az említett időpont után kerülhettek napvilágra.

Korlátozások (2/2)

Fontos megjegyzés azon személyek részére, akik nem jogosultak hozzáférni ehhez a jelentéshez

Az a személy, aki nem e Jelentés címzettje, vagy aki nem írt alá és küldött vissza a PricewaterhouseCoopers Magyarország Kft.-nek a Jelentés harmadik személynek történő átadására vonatkozó PwC levelet, nem jogosult hozzáférni ehhez a Jelentéshez.

Amennyiben jogosulatlan személy hozzáférést nyer ehhez a Jelentéshez, és elolvassa azt, elfogadja a következő feltételeket:

1. A Jelentést elolvasó személy tisztában van azzal, hogy a PricewaterhouseCoopers Magyarország Kft. a munkát a címzettként megnevezett ügyfél utasításainak megfelelően, az ő részére és javára végezte el, a munka eredményének általa történő felhasználására.
2. A Jelentést elolvasó személy tudomásul veszi, hogy a Jelentés a címzettként megnevezett ügyfél utasításainak megfelelően készült, és nem feltétlenül felel meg a Jelentést elolvasó személy céljainak.
3. A Jelentést elolvasó személy elfogadja, hogy a PricewaterhouseCoopers Magyarország Kft., annak cégtársai, vezetői, dolgozói és képviselői nem tartoznak semmilyen kötelezettséggel vagy felelősséggel a Jelentést elolvasó személy felé, és nem is vállalnak semmilyen kötelezettséget vagy felelősséget vele szemben, legyen szó szerződéses vagy szerződésen kívüli kötelezettségről vagy felelősségről (ideértve – korlátozás nélkül – a gondatlanságból származó felelősséget vagy a törvényes kötelezettségek megszegéséből származó felelősséget),

és nem tartoznak semmilyen anyagi felelősséggel bármilyen természetű veszteségért, kárért vagy költségért, amely a Jelentés bármilyen, a Jelentést elolvasó személy által választott célra történő felhasználásából származik, vagy bármely más módon összefüggésben áll azzal, hogy a Jelentést elolvasó személy hozzáfért a Jelentéshez. A Jelentést elolvasó személy elfogadja továbbá, hogy a PricewaterhouseCoopers Magyarország Kft. előzetes írásbeli hozzájárulása nélkül nem hivatkozhat az elemzésre, nem idézhet abból, illetve nem adhatja közre azt.

Információforrások

A Jelentésben felhasznált pénzügyi és egyéb információk, beleértve a Társasággal kapcsolatos üzleti előrejelzéseket a PwC több, esetenként nyilvánosan elérhető forrásból szerezte. Az értékelés végkövetkeztetései ennek megfelelően nagyban függenek a rendelkezésre álló, lényegesnek vélt információk minőségétől és pontosságától.

A rendelkezésre álló adatokat nem vizsgáltuk felül, azokat nem ellenőriztük, illetve harmadik féllel nem ellenőriztettük, és nem hajtottunk végre a számviteli szabályoknak megfelelő könyvvizsgálatot, jogi vagy adóügyi tanácsadást.

Az értékelés során az alábbi főbb információforrásokra támaszkodtunk:

- Az FKLM magyar számviteli előírások alapján összeállított beszámoló, főkönyvei 2016. évre és 2017 első félévre vonatkozóan;
- Az FKLM Menedzsmentje által rendelkezésre bocsátott üzleti terv és kiegészítő dokumentumok;
- Elemzői jelentések, makrogazdasági és piaci tanulmányok a kapcsolódó iparágra vonatkozóan;
- A CapitalIQ online adatbázis használata pénzügyi, tőzsdei, piaci és egyéb releváns információk felkutatására.

A legfrissebb adatok 2017.06.30-ra vonatkozóan álltak rendelkezésre, ezért az értékelés ezen dátumra vonatkozik.

Értékelési módszertanok (1/2)

Bevezetés

A piaci érték definíciónk szerint az az ár, amely szabad piacon, ésszerű körülmények között egy eladni kívánó, de nem kényszerülő, és egy venni kívánó, de nem kényszerülő fél között létrejönne, feltéve, hogy mindketten gazdasági érdekeiknek megfelelően cselekszenek, és jól informáltak a piacot, valamint a kérdéses eszköz teljesítményét és kilátásait illetően.

A Megbízás tárgyát képező vállalatok valós értékének meghatározására több, az értékelési gyakorlat által elismert, megközelítés alkalmazható, melyek közül az alábbiakat kívánjuk kiemelni:

- Üzleti értékelés – Ezen értéket elsősorban (i) Hozam alapú (DCF) értékelés, illetve (ii) Piaci összehasonlító módszerek alkalmazásával lehet megállapítani.
- Eszközalapú értékelés – az eszközök egyedi értékeinek összege alapján.

Diszkontált cash flow (DCF) módszertan

A módszer alapján a vállalat értéke az általa hosszú távon előállított jövedelemmel egyezik meg. Ennek megállapításához a vállalat működéséhez kapcsolódó pénzáramlásokat vizsgálja, majd azokat a megfelelő tőkeköltséggel diszkontálja. Ezek figyelembe vételével határozza meg a vállalat, vagy az üzletrész értékét.

A DCF módszertan az alábbi négy fő lépésből áll:

- A jövőbeni cash flow áramlások becslése egy explicit periódusra;

- A nettó jelenérték meghatározása az explicit periódus cash flow áramlásainak és a kapcsolódó diszkontráta figyelembe vételével;
- Maradványérték meghatározása; és
- A piaci értéke meghatározása a nettó jelenérték és a maradványérték figyelembe vételével.

Piaci összehasonlító megközelítés

A piaci összehasonlító megközelítés a vállalat saját tőkéjének piaci értékét olyan összehasonlítható vállalatok adatai alapján határozza meg, amelyek iparági tevékenysége, árbevétel-összetétele és gazdasági környezete hasonló az értékelt vállalatáéval.

Az értékelés tőzsdei árfolyam és tranzakciós érték alapú összehasonlítások alapján történhet.

Közvetlen piaci összehasonlító módszertan

A módszertan a piaci értéket hasonló iparágban működő, tőzsdén jegyzett vállalatok adatai alapján határozza meg. Az összehasonlíthatóság számos piaci, üzleti és működési tényező figyelembe vételével történik.

A tőzsdén jegyzett vállalatok adatai minden esetben a befektetők kapcsolódó hozamelvárását mutatják, így az összehasonlítás során azok figyelembe vehetők az adott vállalat piaci értékének meghatározása során.

Értékelési módszertanok (2/2)

Miután a tőzsdén jegyzett, összehasonlítható vállalatok felkutatása és kiválasztása megtörtént, azok főbb pénzügyi adatai kerülnek elemzésre. Az összehasonlítható vállalatok tőzsdei árának, vagy cégértékének becslése után módosító tényezők kerülhetnek meghatározásra a vállalat-specifikus növekedés, profitabilitás, kockázatok és elvárt hozamok figyelembe vételével.

A vállalat saját tőkéjének értékesíthető, kisebbségi értékét a vállalat pénzügyi adatai és a módosított szorzószámok segítségével adhatjuk meg. Többségi prémium alkalmazásával (ha szükséges) határozható meg a saját tőke piaci értéke értékesíthető, többségi kontroll mellett.

Piaci tranzakciós megközelítés

A piaci tranzakciós módszertan a piaci értéket kapcsolódó tranzakciók és többségi tulajdonhoz köthető ajánlati árak alapján határozza meg. A folyamat ugyancsak összehasonlítható vállalatok elemzéséhez köthető, a számítások során a már korábban bemutatásra került módosító tényezők (pl. növekedés, profitabilitás, kockázat és elvárt hozamok) ugyancsak figyelembe vételre kerülnek.

A piaci összehasonlítás tranzakciós módszertana a becsült piaci értéket értékesíthető, általában többségi kontroll alapján közelíti, így többségi prémium alkalmazása nem indokolt.

Nettó eszköz alapú értékelés

A nettó eszköz alapú értékelés a vállalat saját tőkéjének értékét az eszközök és kötelezettségek piaci értékre történő átértékelésével határozza meg.

A megközelítés az egyes mérlegelemek piaci értékének eredőjéből adódik, azaz a vállalat saját tőkéjének piaci értéke az eszközök piaci értékének és a források piaci értékének különbségéből származtatható.

Az értékelés az alábbi két lépésben történik:

- A mérleg eszközeinek és forrásainak piaci értéke egyenként kerül meghatározásra;
- A nettó eszközérték az eszközök piaci értékének és a kötelezettségek piaci értékének különbsége.

A nettó eszköz alapú értékelés számos változata ismert. Folyamatos működést feltételezve az ún. újraelőállítási költség alapú értékelési módszertan használható. Ez azt feltételezi, hogy egy befektető nem fizetne többet a vállalatért, mint amennyibe a vállalat eszközeinek pótlása kerülne. Figyelembe véve, hogy egy vállalat meglévő eszközei használtak, az eszközök piaci értékének meghatározása során számos avulási módosító tényező (fizikai, erkölcsi, gazdasági) is figyelembe vételre kerül.

A rendelkezésre álló információk alapján a jövedelem alapú értékelési módszertan megfelelő a Társaság értékelésére vonatkozóan.

Súlyozott átlagos tőkeköltség (WACC) levezetése

A jövedelemalapú értékelés során 6,6%-os diszkontráta került figyelembe vételre.

Megnevezés	Rövidítés	M.e.	Érték
Kockázatmentes kamatláb	Rf	%	3,09%
Kamatfelár			2,00%
Idegen tőke költsége (adózás előtti)	Rd	%	5,09%
Piaci kockázati felár	Rp	%	5,50%
Társasági adórátá	t	%	9,00%
Eszköz béta	B	-	0,61
Idegen tőke / Teljes Piaci kap.	D	%	9,55%
Saját tőke / Teljes Piaci kap.	E	%	90,45%
Megnevezés	Rövidítés	M.e.	Érték
Eszköz béta	B	-	0,61
Idegen tőke / Saját tőke	D/E	%	10,56%
Társaság-specifikus béta	Br	-	0,68
Megnevezés	Rövidítés	M.e.	Érték
Idegen tőke költsége (adózás előtti)	Rd	%	5,09%
Társasági adórátá	t	%	9,00%
Idegen tőke költsége	kd	%	4,63%
Megnevezés	Rövidítés	M.e.	Érték
Kockázatmentes kamatláb	Rf	%	3,09%
Társaság-specifikus béta	Br	-	0,68
Piaci kockázati felár	Rp	%	5,50%
Saját tőke költsége	ke	%	6,80%
Megnevezés	Rövidítés	M.e.	Érték
Idegen tőke költsége	kd	%	4,63%
Súlyozás	D	%	9,55%
Saját tőke költsége	ke	%	6,80%
Súlyozás	E	%	90,45%
Súlyozott tőkeköltség	-	%	6,80%

Forrás: CapitalIQ, PwC elemzés

A tőkeköltség összetevőinek magyarázata

Az értékelés során a diszkontráta értékét társasági és iparági adatok felhasználásával határoztuk meg.

A diszkontráta a jövedelem alapú értékelés napjára, 2017.06.30-ra vonatkozóan került megállapításra.

A tőkeáttétellel nélküli béta becsléséhez olyan tőzsdén jegyzett vállalatok publikus adatait használtuk fel, melyek tevékenységi köre hasonló a Társaság tevékenységi köréhez. (Forrás: CapitalIQ, PwC elemzés)

A kockázatmentes hozam értéke az értékelés napján érvényes 10 éves állampapír-piaci referenciahozammal egyezik meg (forrás: ÁKK). Az idegen tőke adózás előtti költségével kapcsolatban 2%-os felárat feltételeztünk.

A piaci kockázati felár értéke: 5,5%. (Forrás: PwC becslés)

A súlyozott átlagos tőkeköltség számítása során azt feltételeztük, hogy a Társaság hosszú távon az iparágban jellemző idegen / saját tőke aránynak megfelelő forrásösszetételnek megfelelően fog működni.

A fentiek alapján az értékelés során figyelembe vett diszkontráta értéke az értékelés időpontjára vonatkozóan 6,6%.

Rövidítések jegyzéke

Rövidítés	Megnevezés
ÁKK	Államadósság Kezelő Központ Zrt.
BVH	Budapesti Városüzemeltetési Holding Zrt.
DCF	Diszkontált cash flow
EBITDA	Értéksökkenéssel módosított üzemi eredmény
Értékelés napja	2017.06.30.
FCFF	Vállalati szabad pénzáram
FKLM	Fővárosi Közbeszerzési Lebonyolító és Minőségbiztosító Kft.
H	Fél év
Megbízó	Budapesti Városüzemeltetési Holding Zrt.
Megbízott	PwC Magyarország Kft.
Menedzsment	A Társaság Menedzsmentje
mFt	Millió forint
Mrd Ft	Milliárd Ft
Önkormányzat	Budapest Főváros Önkormányzata
PwC	PwC Magyarország Kft.
Társaság	Fővárosi Közbeszerzési Lebonyolító és Minőségbiztosító Kft.
TV	Maradványidőszak
WACC	Súlyozott átlagos tőkealkotás



© 2017 PricewaterhouseCoopers Magyarország Kft. Minden jog fenntartva. A „PwC” kifejezés a PricewaterhouseCoopers Magyarország Kft. magyarországi irodájára, illetve a szöveggörnyezetttől függően a PricewaterhouseCoopers International Limited önálló és független jogi személynek minősülő tagvállalatokból álló hálózatára vonatkozik.

