

VÁLLALATFINANSZÍROZÁS

Süveges Gábor

stsuveges@uni-miskolc.hu

A1/413

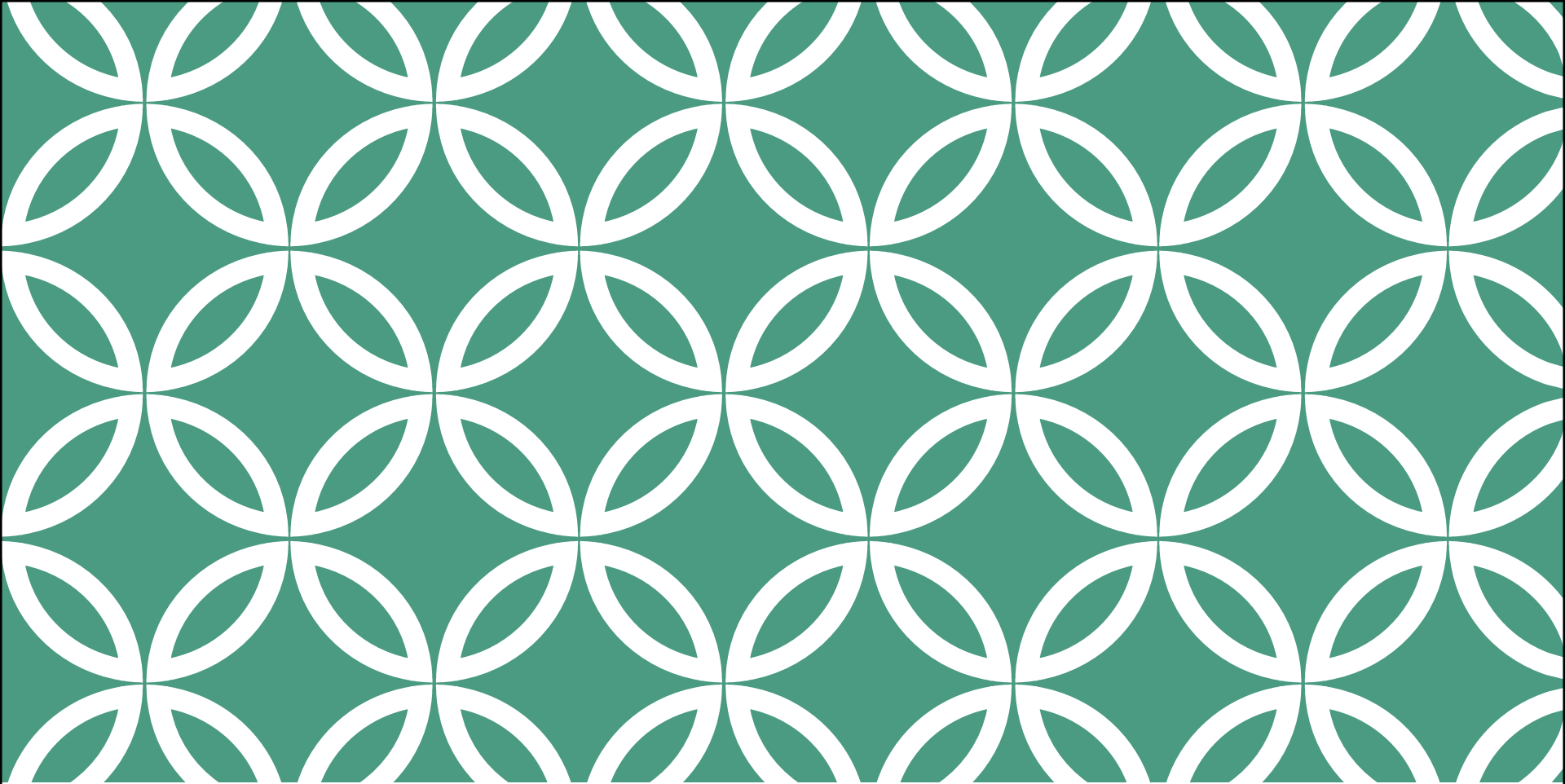
TANANYAG

- Tananyag:

- Aswath Damodaran: Befektetések értékelése Panem 2007
- Tanszéki honlapon lévő fóliák és oktatási segédlet, Excel táblák

- Ajánlott irodalom:

- Brealey – Myers: Modern Vállalati Pénzügyek I. kötet Panem Kiadó, Budapest
- Pálinkó Éva – Szabó Márta: Vállalati Pénzügyek Typotex Kiadó 2006
- Szabó Márta – Pálinkó Éva: Vállalati Pénzügyek Példatár és esettanulmányok Nemzeti Tankönyvkiadó 2004
- Fazekas Gergely: Vállalati pénzügyi döntések Tanszék Kft 2004



A PÉNZÜGYI BESZÁMOLÓ FELÉPÍTÉSE



PÉNZÜGYI BESZÁMOLÓ

- Előírt szerkezetben évente kell készíteni
- Tartalma:
 - Mérleg
 - Eredmény-kimutatás
 - Kiegészítő melléklet
 - *Üzleti jelentés*

A HÁROM ALAPVETŐ PÉNZÜGYI KIMUTATÁS

- A három alapvető pénzügyi kimutatás más-más kérdésre ad választ:
- Eredménykimutatás: adott időszaki tevékenység eredményessége
- Mérleg:adott időpontbeli vagyoni helyzet
- Cash-flow kimutatás: adott időszaki tevékenység likviditásra (pénzállományra) gyakorolt hatása
- Akár a múltat elemezzük, akár a jövőre vonatkozó előrejelzést végzünk, mindhárom kérdést célszerű megvizsgálni (üzleti terv készítése sincs mérleg és cash flow kimutatás nélkül)

A VÁLLALKOZÁS VAGYONA

Kettős megközelítés:

1. Milyen hosszú ideig és hol használja a vállalat?



Rendeltetés szerint
ESZKÖZÖK

2. Miből vette?



Eredet szerint
FORRÁSOK

Eszközök

MÉRLEG

Források

A. Befektetett eszközök

I. Immateriális javak

II. Tárgyi eszközök

III. Befektetett pénz-

ügyi eszközök

B. Forgóeszközök

I. Készletek

II. Követelések

III. Értékpapírok

IV. Pénzeszközök

C. Aktív időbeli elhatárolások

D. Saját tőke

Jegyzett tőke

Tartalékok

Mérleg szerinti eredmény

E. Céltartalékok

F. Kötelezettségek

I. Hátrasorolt köt.

II. Hosszú lejáratú köt.

III. Rövid lejáratú köt.

G. Passzív időbeli elhatárolások

$$\Sigma \text{ Eszköz} = \Sigma \text{ Forrás}$$

A MÉRLEG JELLEMZŐI

- Vagyonkimutatás (kétoldalas, vagy lépcsőzetes)
- Adott időpontra vonatkozik
- Az eszközöket és forrásokat pénzben fejezi ki
- Tagolása előírt - összehasonlíthatóság
- Az eszközök és források értéke egyenlő

ESZKÖZÖK ÉRTÉKELÉSE

- Immateriális jószág – bekerülési, illetve előállítási érték - amortizáció
- Tárgyi eszköz – bekerülési költség – amortizáció
- Befektetett pénzügyi eszköz – társasági törvényben szereplő érték – értékvesztés
- Készletek – súlyozott átlagár
- Követelés – vevő által elismert tartozás – értékvesztés

TÁRGYI ESZKÖZÖK ÉRTÉKELÉSE

- A bekerülési érték része meghatározóan a számla szerinti érték, aktiválásig felmerült hitelkamat, biztosítási díj, hatósági díjak, szállítási költség és közvetlenül a beruházáshoz kapcsolható bér és járulékai, továbbá amit a számviteli törvény és módosításai iderendelnek.

TÁRSASÁGI ADÓTÖRVÉNY SZERINTI AMORTIZÁCIÓ

Tárgyi eszköz neve	Amortizációs periódus (év)
Ingatlan	50,0
Gépek, berendezések	6,9
Járművek	5,0
Számítástechnikai eszközök	3,0

SAJÁT TŐKE ELEMEL

- Jegyzett tőke – részvény névértéke * kibocsátott részvények darabszáma
- Tőketartalék – tőkeátértékelések
- Eredménytartalék – előző évek felhalmozott eredménye
- Lekötött tartalék – olyan saját tőke elem, ami osztalékfizetésre nem használható fel
- Értékelési tartalék – tárgyi eszközök felértékeléséből származó különbözet
- Mérleg szerinti eredmény – tárgyévi eredménynek a vállalkozásnál maradó része

IDEGEN TŐKE ELEMEI

- Céltartalék – várható veszteségekre és kötelezettségekre képezzük
- Kötelezettségek – ideiglenes források
- Kötelezettség áruszállításból – teljesített árut később fizetjük ki
- Vevői előleg – vevő hamarabb fizet, mintsem teljesítenénk
- Egyéb rövidelejáratú kötelezettség – (adótartozások, munkabértartozások)

IDŐBELI ELHATÁROLÁS

- Aktív időbeli elhatárolás – Minden olyan költség, amit hamarabb fizetünk ki, mint amelyik időszakot terheli és az olyan bevétel, ami a tárgyidőszak teljesítményét növeli, de később folyik be.
- Passzív időbeli elhatárolás - Itt kerül elszámolásra minden olyan költség, ráfordítás, melynek összege a tárgyévet terheli, de kifizetésére csak a tárgyidőszak után kerül sor, valamint az olyan, a fordulónap előtt befolyt, elszámolt bevétel, mely a következő időszak árbevételét képezi.

ENI MÉRLEGE - ESZKÖZÖK

Mérleg	Eni		Eni	
	millió euró			
	2008	2009	2008	2009
Eszközök	101 735	102 011	100.00%	0.27%
Befektetett eszközök	74 461	79 726	73.19%	78.15%
Immateriális javak	7 697	8 057	7.57%	7.90%
Tárgyi eszközök	60 451	64 913	59.42%	63.63%
Befektetett pénzügyi eszközök	6 313	6 756	6.21%	6.62%
B. Forgóeszközök	27 274	22 285	26.81%	21.85%
Készletek	6 082	5 495	5.98%	5.39%
Követelések	16 444	14 916	16.16%	14.62%
Rövid távú befektetések	2 809	266	2.76%	0.26%
Pénzeszközök	1 939	1 608	1.91%	1.58%

ENI MÉRLEGE - FORRÁSOK

Mérleg	Eni		Eni	
	millió euró			
	2008	2009	2008	2009
Források	101 735	102 011	100.00%	100.00%
Saját tőke	44 436	46 073	43.68%	45.16%
Kisebbségi részesedések	4 074	3 978	4.00%	3.90%
Céltartalékok	10 453	11 263	10.27%	11.04%
Kötelezettségek	42 772	40 697	42.04%	39.89%
Hosszú lejáratú kötelezettségek	19 022	25 223	18.70%	24.73%
Kamatozó hosszú lejáratú kötelezettségek	14 478	21 255	14.23%	20.84%
Nem kamatozó hosszú lejáratú kötelezettségek	4 544	3 968	4.47%	3.89%
Rövid lejáratú kötelezettségek	23 750	15 474	23.34%	15.17%
Kamatozó rövid lejáratú kötelezettségek	5 837	3 408	5.74%	3.34%
Nem kamatozó rövid lejáratú kötelezettségek	17 913	12 066	17.61%	11.83%

EREDMÉNYKIMUTATÁS JELLEMZŐI

- Két mérlegkészítés időpontja között mutatja a vállalkozás vagyoni helyzetében bekövetkező változásokat
- A vállalat teljesítményét és a teljesítmény elérése érdekében felmerült ráfordításokat állítja egymással szembe

EREDMÉNYKIMUTATÁS SÉMÁJA (A TÍPUS)

Eredménykimutatás

Millió forintban

- I. Árbevétel
- II. Egyéb bevételek
- III. Aktivált saját teljesítmény
 - Anyagköltség
 - Egyéb anyagktg.
 - Igénybevett anyagjellegű szolgáltatás
- IV. Anyagjellegű ráfordítás
- V. Személyi jellegű ráfordítás
- VI. Értékcsökkenés
- VII. Egyéb ráfordítások

A. Üzemi tevékenység eredménye

EREDMÉNYKIMUTATÁS SÉMÁJA 2.

Eredménykimutatás

Millió forintban

A. Üzemi tevékenység eredménye

IX. Pénzügyi műveletek bevételei

X. Pénzügyi műveletek ráfordításai

B. Pénzügyi műveletek eredménye

C. Szokásos vállalkozási eredmény

XI. Rendkívüli bevételek

XII. Rendkívüli ráfordítások

D. Rendkívüli eredmény

E. Adózás előtti eredmény

XIII. Adófizetési kötelezettség

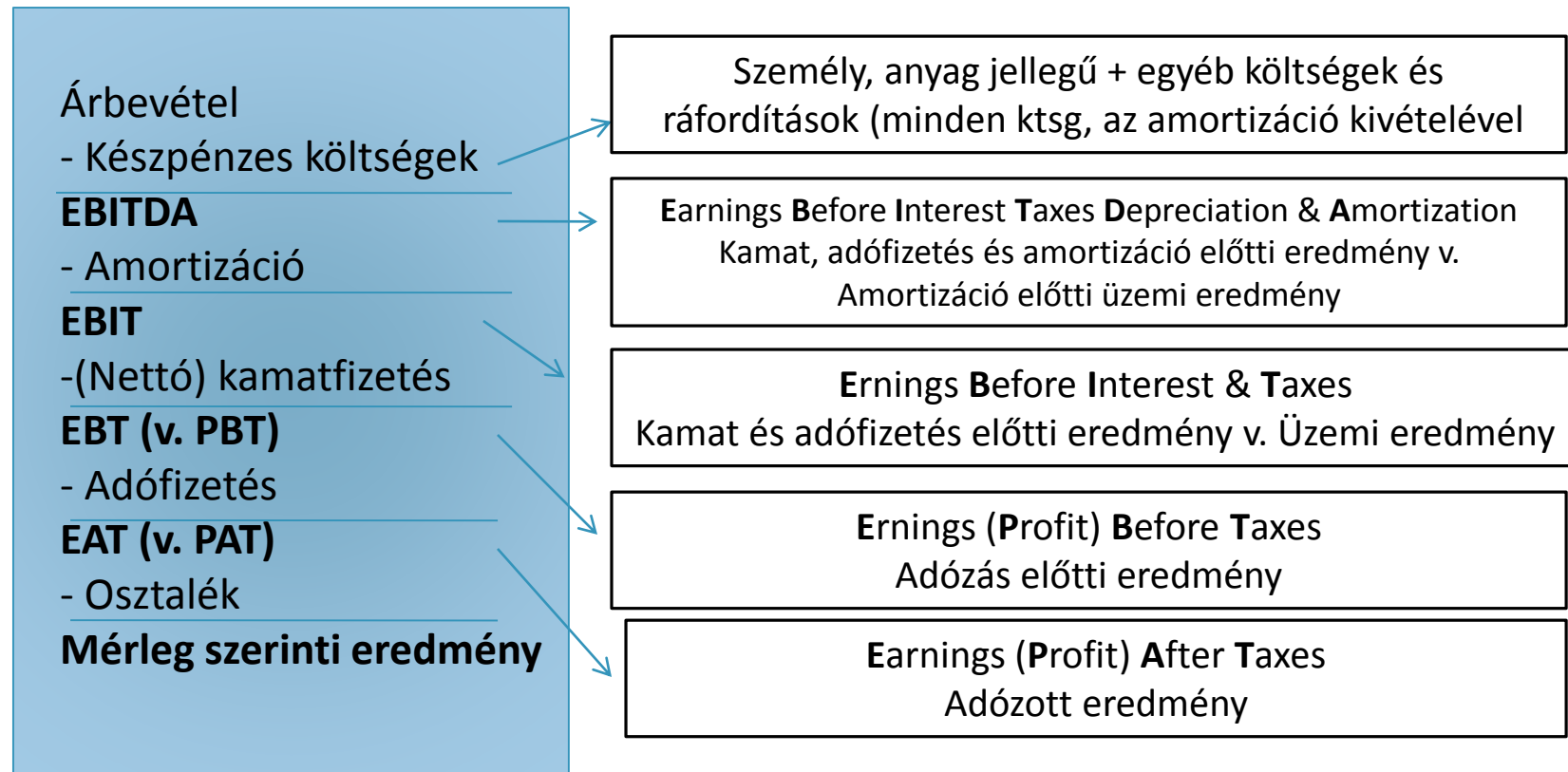
F. Adózott eredmény

Eredménytartalék igénybevétele osztalékra

Fizetett osztalék, részesedés

G. Mérleg szerinti eredmény

ÜZLETI SZEMLELETŰ EREDMÉNY- KIMUTATÁS



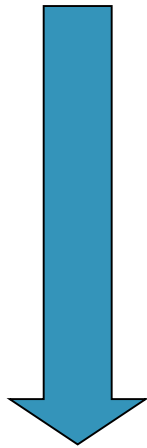
ENI EREDMÉNYKIMUTATÁSA

Eredménykimutatás	Eni millió euró		Eni	
	2008	2009	2008	2009
	Árbevétel	108 082	83 227	100.00%
Egyéb bevételek	728	1 118	0.67%	1.34%
Aktivált saját teljesítmény	0	0	0.00%	0.00%
ELÁBÉ	55 423	43 423	51.28%	52.17%
Igénybevett anyagjellegű szolgáltatás	2 354	1 899	2.18%	2.28%
Egyéb anyagjellegű ráfordítás	18 573	13 029	17.18%	15.65%
Anyagjellegű ráfordítás	76 350	58 351	70.64%	70.11%
Személyi jellegű ráfordítás	4 004	4 181	3.70%	5.02%
Értékcsökkenés	8 422	8 762	7.79%	10.53%
Egyéb ráfordítások	1 517	996	1.40%	1.20%
Üzemi tevékenység eredménye	18 517	12 055	17.13%	14.48%
Nettó kamatkiadás	-824	-673	-0.76%	-0.81%
Árfolyamnyereség	-221	-110	-0.20%	-0.13%
Egyéb	405	232	0.37%	0.28%
Pénzügyi műveletek eredménye	-640	-551	-0.59%	-0.66%
Befektetésekből származó jövedelem	1 373	569	1.27%	0.68%
Adózás előtti eredmény	19 250	12 073	17.81%	14.51%
XIII. Adófizetési kötelezettség	9 692	6 756	8.97%	8.12%
Adózott eredmény	9 558	5 317	8.84%	6.39%
Kisebbségi részesedés	733	950	0.68%	1.14%
Eni-re jutó adózott eredmény	8 825	4 367	8.17%	5.25%
Fizetett osztalék, részesedés	7 513	4 516	6.95%	5.43%
Mérleg szerinti eredmény	2 045	801	1.89%	0.96%

ÜZEMGAZDASÁGI ÉS PÉNZFORGALMI SZEMLÉLET

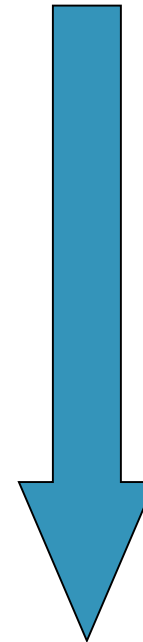
- Üzemgazdasági kimutatás célja a vállalkozás vagyoni helyzetében beállt változás bemutatása
- Pénzforgalmi kimutatás célja annak bemutatása, hogy honnan származott a vállalatnak pénzbevétele és azt mire költötte

A vállalat vevők által igazoltan elismert teljesítményének (árbevétel) és e teljesítmény érdekében eszközölt ráfordításoknak (költség) a pénzben kifejezett értéke



Eredménykimutatás

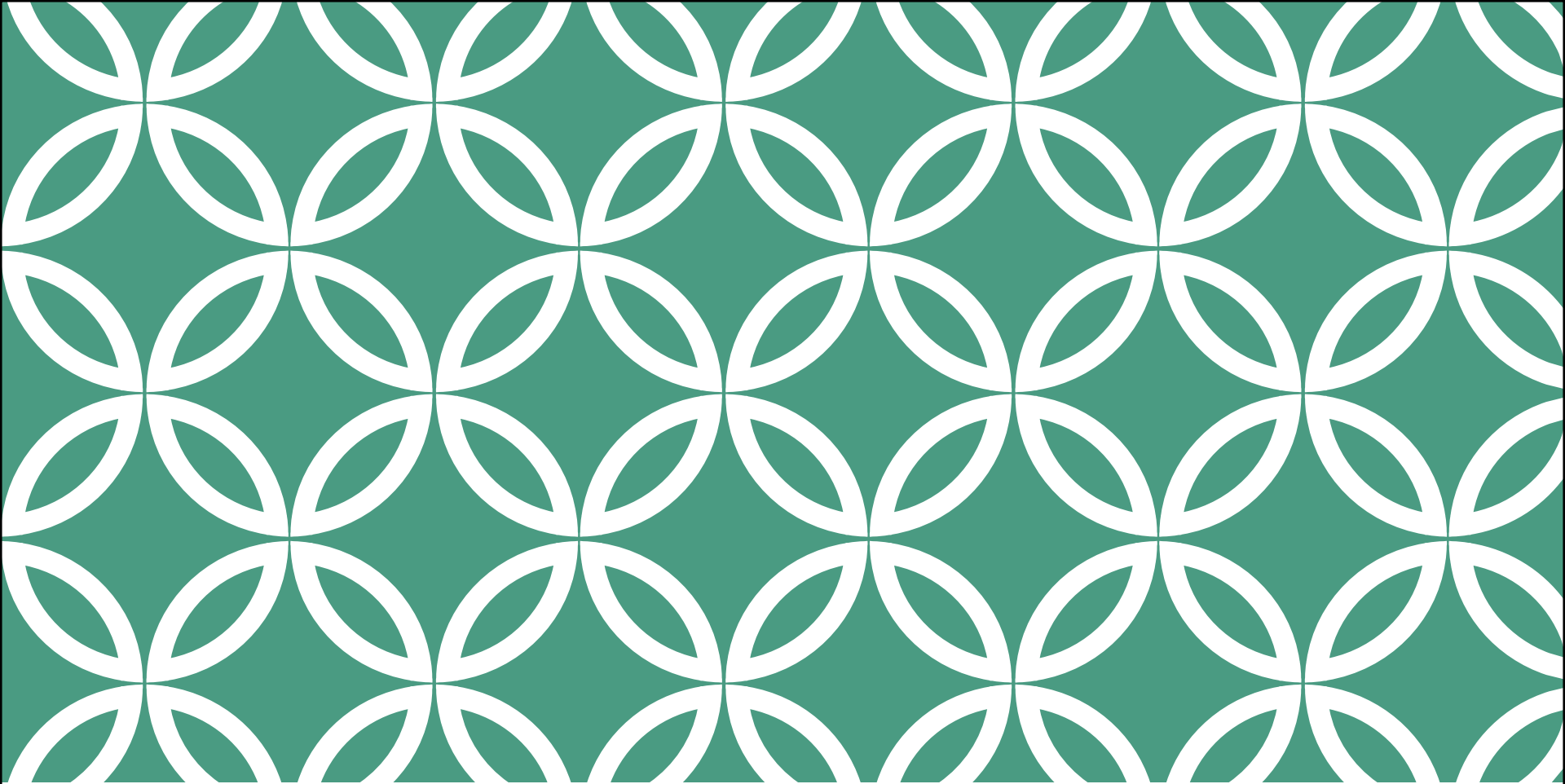
A vállalat pénzbevételeinek és pénzkidadásainak értéke



Pénzáram kimutatás

PÉLDÁK A KÉT SZEMLÉLET EGYEZŐSÉGÉRE ÉS KÜLÖNBΣÉGÉRE

Eset	Példa
Árbevétel és pénzbevétel	
Árbevétel de nem pénzbevétel	
Pénzbevétel de nem árbevétel	
Pénzkiadás és költség	
Pénzkiadás, de nem költség	
Költség, de nem pénzkiadás	



CASH-FLOW ELEMZÉS



CASH-FLOW

Pénzforrások keletkezését és felhasználást mutatja egy adott időszakra vonatkozóan. Kifejezi, hogy milyen mértékű pénzállomány változás következett be a vizsgált időszakban.

Indirekt CF

Szabályozott (számviteli) CF kimutatás: Az éves beszámoló részeként, az előző gazdasági évre visszatekintő kimutatás

FCF (free cash flow) kimutatás:
Meghatározza, hogy várhatóan hogyan alakul a forrásbiztosítók - a tulajdonosok és hitelezők - között felosztható szabad pénzáram

Direkt CF (likviditási terv)

A jövőbeni pénzáramok követésére szolgáló kimutatás – a pénzbevételek várhatóan mennyiben nyújtanak fedezetet a várható kifizetésekre

SZABAD CASH FLOW (FCF)

- A *működési cash flow* a vállalati erőforrások bevonásának és működtetésének eredményeként létrejövő teljes pénzáram.
- A *befektetési cash flow* a vállalati működő tőkébe és befektetett eszközök növelését szolgáló pénzáramok
- Működési pénzáram - Befektetési pénzáram = FCF
- **A tulajdonosok és hitelezők pénzárama:**

$$\text{FCF} = \text{Üzemi eredmény} (1 - T_c) + \text{amortizáció} - \text{új beruházás}$$

- A tulajdonosok pénzárama:

$$\text{FCFE} = \text{Adózott eredmény} + \text{amortizáció} - \text{új beruházás} \\ - (\text{hiteltörlesztés} - \text{új hitel felvétel})$$

FCFE: free cash flow to equity

T_c : társasági adókulcs (corporate tax rate)

új beruházás: reál tőkejavak és nettó forgótőke növekménye

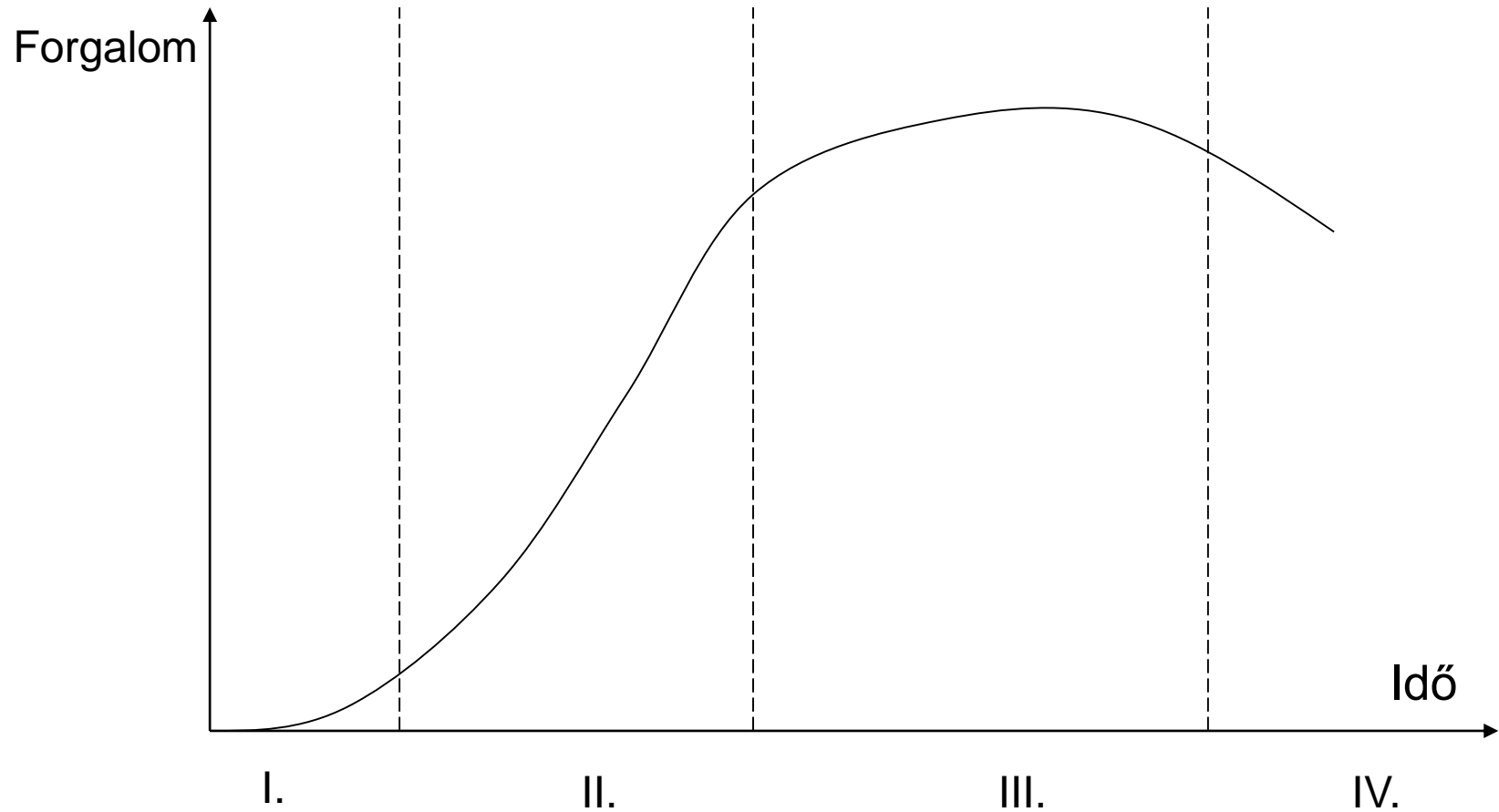
FELADAT – KÉSZÍTSÜK EL AZ ENI PÉNZÁRAM- KIMUTATÁSÁT (CASH FLOW)

Üzemi eredmény		
Amortizáció		
Üzleti tevékenység megtermelt pénzárama		
Készletváltozás		
Követelésváltozás		
Rövid távú befektetések		
Nem kamatozó rövid lejáratú köt.		
Céltartalék változása		
Pénzáram a forgótőkéből		
<i>Pénzáram az alaptevékenységből</i>		
Pénzügyi műveletek eredménye		
Befektetésekből származó jövedelem		
Adófizetés		
<i>Egyéb eredményt módosító tételek</i>		
<i>I. Pénzáram a működésből</i>		

ENI PÉNZÁRAM-KIMUTATÁSA 2.

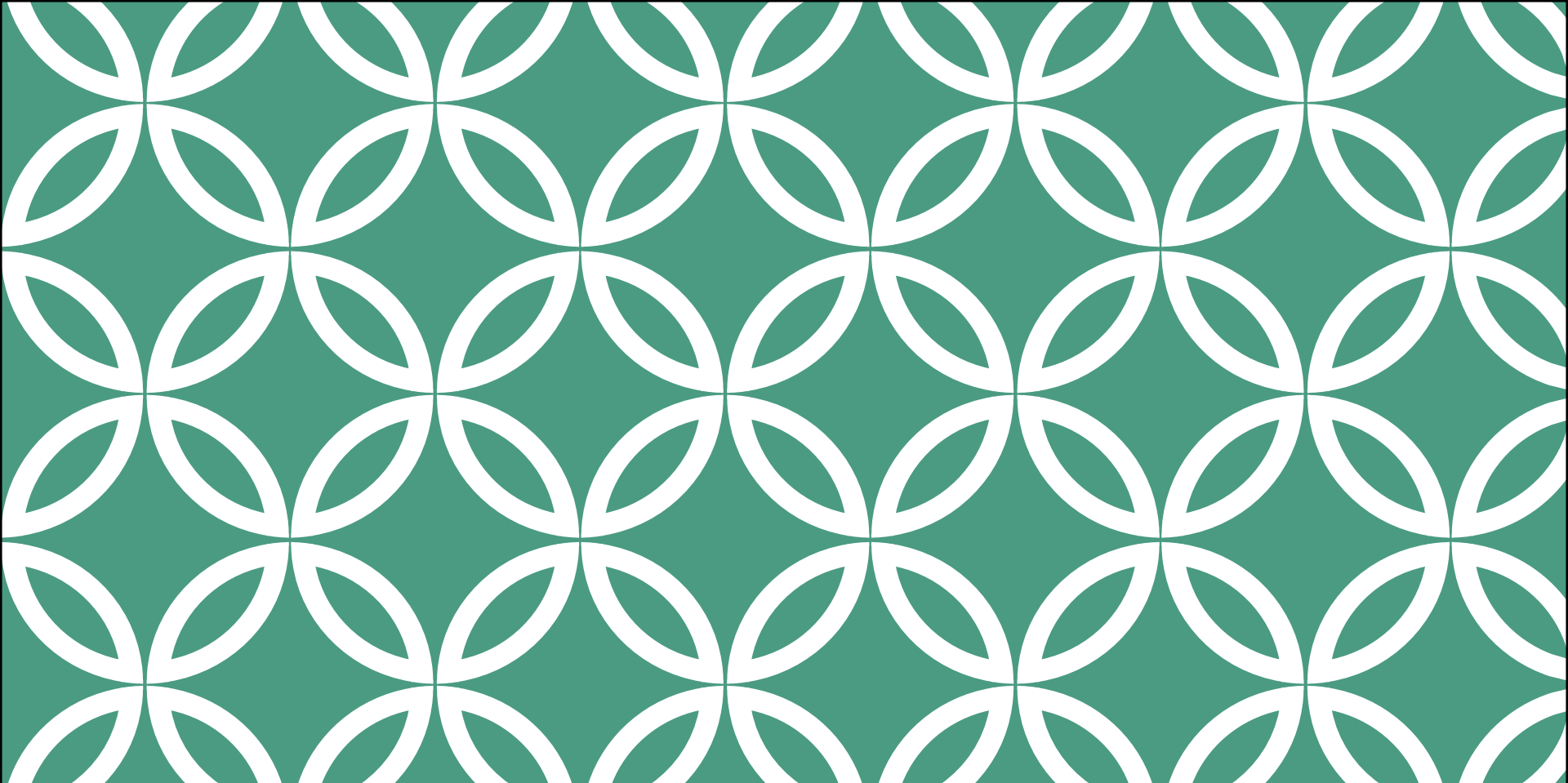
<i>II. Befektetési tevékenység</i>		
<i>Finanszírozás előtti pénzáram</i>		
Tőkeemelés		
Kisebbségi részesedés változása		
Osztalékfizetés		
Hosszú lejáratú kötelezettség vált.		
Nem kamatozó hosszú lejáratú kötelezettség vált.		
Rövid lejáratú hitel változása		
<i>Finanszírozás pénzárama</i>		
<i>Teljes pénzáram</i>		
Pénzkészlet állományváltozása		
<i>Teljes pénzáram</i>		
Pénzkészlet állományváltozása		

PÉNZÁRAM ÉS VÁLLALATI ÉLETGÖRBE KAPCSOLATA



AZ ÉLETGÖRBE EGYES SZAKASZAIBAN MIBŐL SZÁRMAZIK ÉS MIRE KÖLTŐDIK A VÁLLALAT PÉNZE?

Fázisok	Pénzbevétel	Pénzkiadás
I. – Indulás		
II. – Növekedés		
III. – Érettség		
IV. - Hanyatlás		

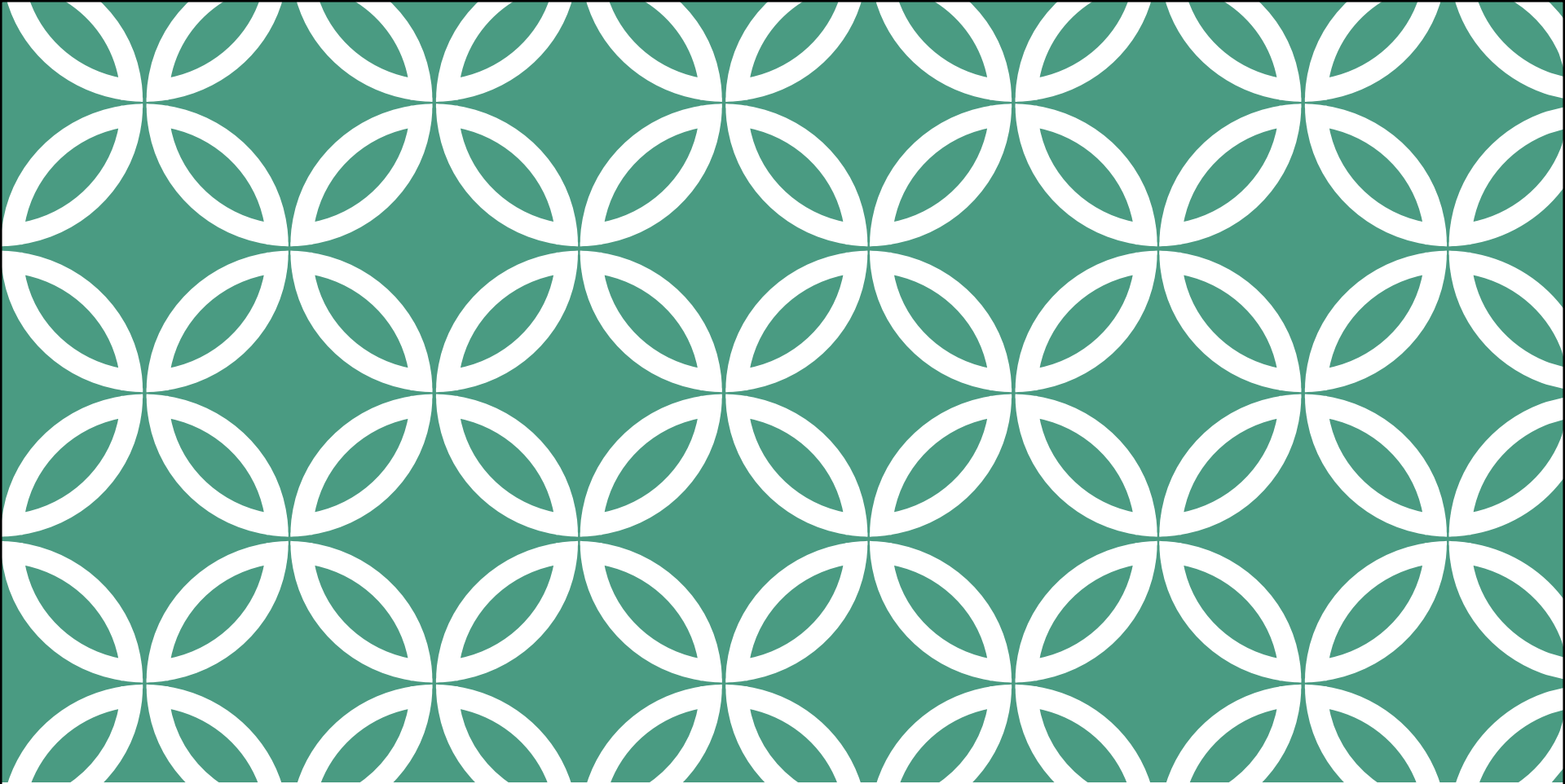


HÁNYADOSLEMEZÉS



HÁNYADOSELEMZÉS

Jövedelmezőségi mutatók		Eni	
		2008	2009
ROA	Üzemi eredmény/összes eszköz	18.2%	11.8%
ROE	Adózott eredmény/saját tőke	19.9%	11.5%
EBITDA hányad	(Üzemi eredmény+amortizáció)/árbevétel	24.9%	25.0%
Likviditási mutatók		Eni	
		2008	2009
Likviditási mutató	Forgóeszköz/Rövid lej. Kötelezettség	1.15	1.44
Gyorsráta	(Forgóeszköz-Készletek)/rövid lej. Kötelezettség	0.89	1.09
Kamatfedezeti mutató	(Üzemi eredmény+amortizáció)/nettó kamatkiadás	32.69	30.93
Áttételi mutatók		Eni	
		2008	2009
Üzemi áttétel	(árbevétel-ELÁBÉ)/üzemi eredmény	2.84	3.30
Finanszírozási áttétel	üzemi eredmény/adózás előtti eredmény	0.96	1.00
Tőkeáttétel	(források-saját tőke-kisebbségi részesedés)/saját tőke	0.52	0.51
Hatékonysági mutatók		Eni	
		2008	2009
Eszközök forgási sebessége	Árbevétel/összes eszköz	1.06	0.82
Követelések forgási sebessége	Árbevétel/követelések	6.57	5.58
Szállítók forgási sebessége	Anyagköltség/szállítók	4.26	4.84



VÁLLALATÉRTÉKELÉS

Fontossága, fontosabb
módszerek

VÁLLALATÉRTÉKELÉS INDOKAI

- Vállalatok (divíziók) vétele/eladása
 - Vevőnek mi a maximális ár
 - Eladónak mi a minimális ár
- Jegyzett vállalatok értékelése
 - Befektetőnek érdemes-e venni/eladni részvényt
 - Felvásárlási célpontok felderítése
 - Megfelelő benchmark kiválasztása miatt
- Részvénykibocsátás
- Öröklés/válás esetén
- Vállalatvezetők jutalmazása
- Vállalati értékhordozók meghatározása
- Stratégiai tervezés

ÉRTÉKELÉSI SZITUÁCIÓK*

- Stratégiai döntések megalapozása
- Adásvételi ügyletek
- Tőzsdei cégek értékelése
- Saját tőke bevonás
- Idegen tőke bevonás
- Teljesítménymérés
- „Value driver”-ek azonosítása
- Átalakulás

*Fernandez [2002] Company Valuation Methods

MIT ÉRTÜNK ÉRTÉKEN? (PRATT)

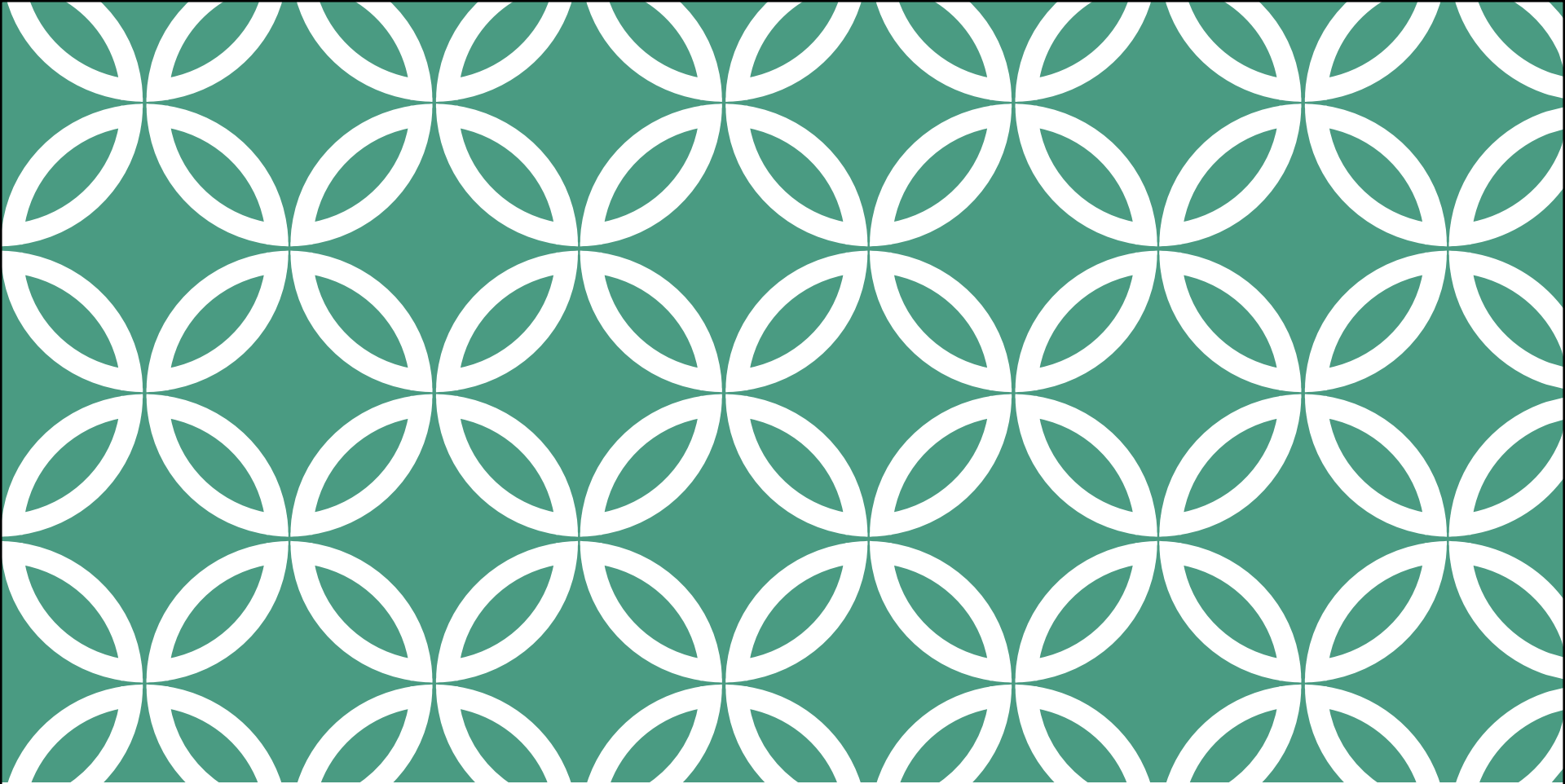
- Reális piaci érték. Az az ár, amelyen a tulajdon gazdát cserél, vagyis található önként vásárolni kész vevő és értékesítésre hajlandó eladó.
- Belső érték. A jövőbeni pénzáramlások diszkontált jelenértékén alapuló, adott várakozások figyelembevételével számolt érték.
- Méltányos érték. Rendszerint egy-egy részvényt csomaghoz kapcsolódó, a tulajdonosi befolyás mértékét és egyéb értékmódosító hatásokat is tükröző ár.
- Folyamatos működést feltételező érték. Ez a típus inkább szemléletmód, amely azt hangsúlyozza, hogy egy működő társaság többet ér, mint eszközállományának együttes értéke.
- Likvidációs érték. A folyamatos működést feltételező szemlélet ellentéte. Az üzleti tevékenység megszűnésekor realizálható értéket jelenti.
- Könyv szerinti érték. A vállalati eszközök számviteli kimutatásokban szereplő nyilvántartási értékének összege.

VÁLLALATÉRTÉKELÉS MÓDSZEREI

Fő vállalatértékelési módszerek					
Mérlegalapú	Eredménykimutatás alapú	Vegyes	Diszkontált pénzáram	Értékteremtés	Opcióalapú
Könyv szerinti érték	Ár/árbevétel	Klasszikus	Szabad cash flow	EVA	Részvényárazás
Kiigazított könyv szerinti érték	Ár/eredmény	Kivonatos eredmény	Osztalékhozam	Gazdasági profit	Beruházási lehetőségek
Likvidálási érték	Ár/EBITDA	EU ajánlat	Saját tőkére jutó pénzáram	Hozzáadott pénzérték	Beruházás halasztása
Helyettesítési érték	Egyéb	Egyéb	APV	CFROI	Alternatív befektetések

Fernandez: Company valuation methods

Benchmarkon alapuló értékelés



MÉRLEG ALAPÚ
MÓDSZEREK |

MÉRLEG ALAPÚ MÓDSZEREK (ESZKÖZÉRTÉKELÉS)

- Vállalat értéke = Eszközök értéke
- Saját tőke értéke = Eszközök értéke – Kötelezettségek értéke

•Részvény belső ára =
$$\frac{\text{Saját tőke értéke}}{\text{Kibocsátott részvények darabszáma}}$$

KÖNYV SZERINTI ÉRTÉK

- A vállalat eszközei annyit érnek, amekkora értéken a vállalat nyilvántartja őket.
- Könyv szerinti érték = $\text{beszerzési ár} + \text{értékhelyesbítés} - \text{értékcsökkenés/értékvesztés}$

MOL KÖNYV SZERINTI ÉRTÉKE

MOL könyv szerinti értéke	2002	2003
Eszközök könyv szerinti értéke	959 484,0	1 532 673,0
Saját tőke könyv szerinti értéke	405 441,0	524 055,0
Kibocsátott részvények darabszáma	93,24488	93,12790
Egy részvény könyv szerinti értéke	4 348,1	5 627,3
Részvényár	5 245,0	5 315,0

Egész jónak tűnik, de 2004 decemberi adat:

Egy részvény könyv szerinti értéke: 7.775

Részvényár (2004. december 30.): 14.743

ELTÉRÉSEK LEHETSÉGES OKAI

- A vállalat könyvei hamisak, hibásak
- Beszerzés időpontjához képest eszköz értéke eltérően változik, mint a leírás
- Szinergia-hatás
- Jövőbeni kilátások
- Értéknövelő tényezők, amit a számvitel nem vesz figyelembe
 - Döntési lehetőségek értéke
 - Saját goodwill



Múltbeli vétel

KIIGAZÍTOTT KÖNYV SZERINTI ÉRTÉK

- Elv: tételesen meghatározzuk az eszközök piaci értékét – vizsgáljuk a piaci érték és a könyv szerinti érték eltérését
- Az eszközök értékét összeadva kapjuk a vállalat értékét
- Innen a további rész ugyanaz.

BEFEKTETETT ESZKÖZÖK CSOPORTOSÍTÁSA (SCHWEICHS)

- Immateriális reál javak (ásvány-kitermelési, területfejlesztési jogok, kedvezmények) – járadékok – értékmeghatározásuk örökjáradék módszerrel
- Immateriális vállalati javak (szabadalmak, márkanevek, szerzői jogok, szoftverek, üzleti titkok, üzleti kapcsolatok, folyamatos működés értéke, goodwill) – benchmark alapon
- Pénz jellegű eszközök (készpénz, vevők, aktív időbeli elhatárolás) – könyv szerinti érték időérték figyelembe vételével
- Materiális vállalati javak (gépek, berendezések, berendezési tárgyak, gépjárművek) – használt piaci ár
- Ingatlanok (föld, épületek) - ingatlanbecslés
- Pénzügyi befektetések/határidős ügyletek – napi piaci érték
- Kisebbségi részesedések értékelése – tőzsei kapitalizáció alapján vagy osztalékhozam alapján
- Többségi részesedések értékelése – diszkontált cash flow modell alapján

KÖTELEZETTSÉGEK SZÁMBAVÉTELE (SCHWEICHS)

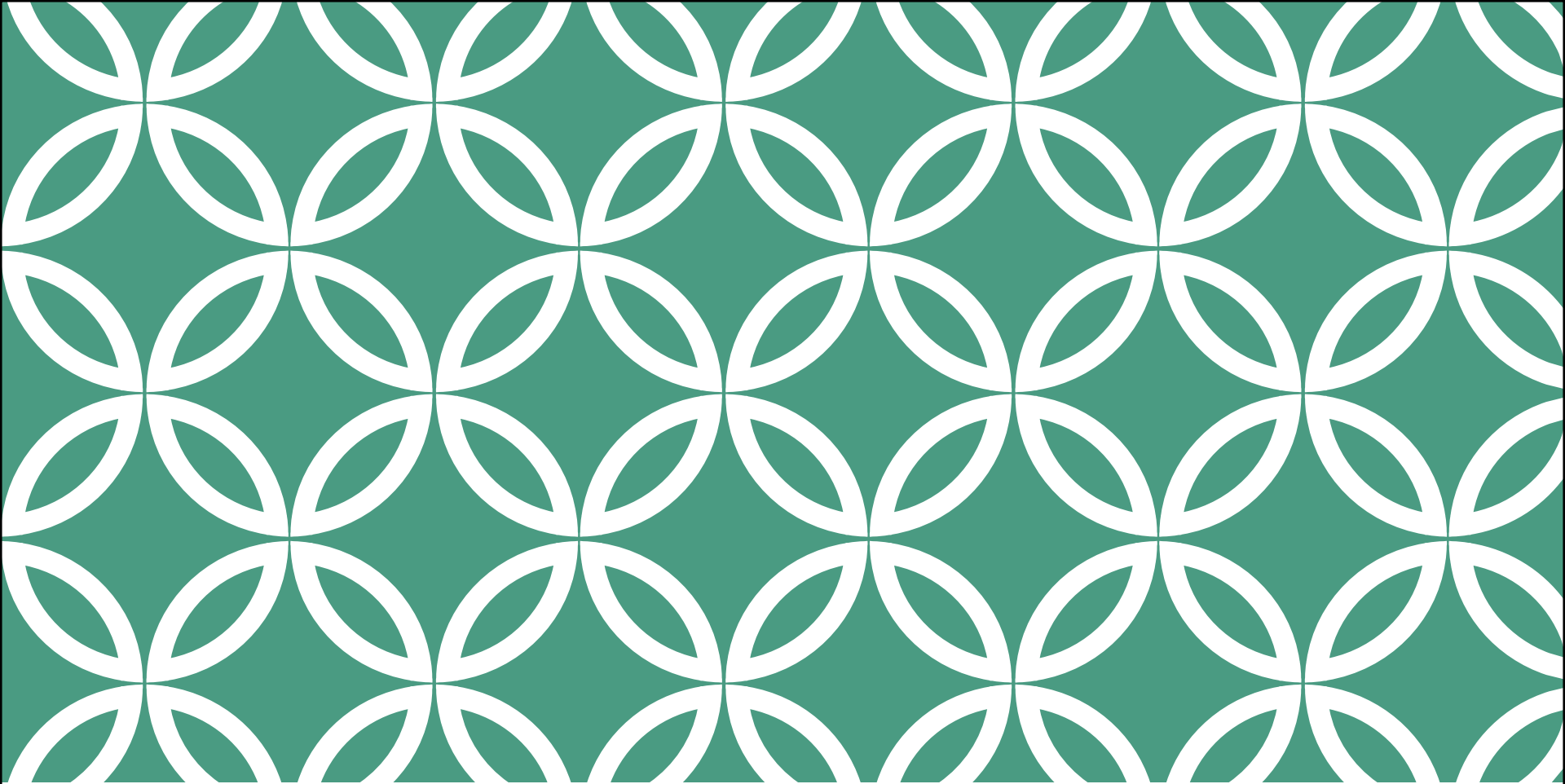
- Rövid lejáratú kötelezettségek (szállítók, adó- és bérfizetési kötelezettség, passzív időbeli elhatárolás) – könyv szerinti értéken
- Hosszú lejáratú kötelezettségek (kötvények, jelzálogok, váltók) – könyv szerinti érték
- Függő kötelezettségek (adóviták, környezetvédelmi kötelezettségek, perek)
- Különleges kötelezettségek (alultőkésített nyugdíjalapok, munkavállalói részvénytulajdonlási program visszavásárlási kötelezettségei, ki nem adott szabadságok)

LIKVIDÁCIÓS ÉRTÉK (ÉRTÉK ABSZOLÚT MINIMUMA)

- Ha most kellene értékesítenünk a vállalatot (vagy a vállalat eszközeit egyenként) mennyi pénzt kapnánk érte
- (Lehetséges) számítása:
 - Eszközök korigált piaci értéke (aukciós ár)
 - - Likvidálás költségei
- Módszer használata: csődközeli cég értékelése
- Használata: banki fedezetértékelés, vevői limit

HELYETTESÍTÉSI ÉRTÉK (ÉRTÉK ABSZOLÚT MAXIMUMA)

- Mennyi pénzt kellene befektetni ahhoz, hogy egy MOL-hoz hasonló társaságot hozzunk létre.
- (Lehetséges) számítása
 - Kritikus eszközök helyettesítési értéke
 - + Nem kritikus eszközök likvidációs értéke
- Helyettesítési érték magába foglalja
 - Eszközök bruttó értékét
 - Emberek felvételét, képzését
 - Szervezés-irányítás kialakításának költségét
 - Piacszerzés, akvizíció költségét



EREDMÉNYKIMUTATÁSO
N ALAPULÓ MÓDSZEREK |

EREDMÉNY-KIMUTATÁS ALAPÚ MÓDSZEREK

- Piaci ráta megtalálása
- Benchmark vállalat keresése (átlag vagy egyedi vállalat)
 - azonos ágazat
 - azonos kockázatú piac
 - azonos méret
- Hányadoselemzéssel felderíteni a különbözőségek okait és a torzító tényező nagyságát
- Vállalat értékének képzése

P/E HÁNYADOS

- P/E – részvényár/egy részvényre jutó adózott eredmény
- Vállalat értéke:

$$P_X = EPS_X * \frac{P^*}{E} * (1 \pm d)$$

$$V_X = P_X * DB_X$$

- Alkalmazása: iparvállalatoknál

Ahol:

- P_X – vállalat részvényára
- EPS_X – vállalat 1 részvényre jutó adózott eredménye
- P/E^* - benchmark P/E mutatója
- d – módosító tényező
- DB_X – kibocsátott részvények darabszáma
- V_X – saját tőke értéke

ÁR/EBITDA

- P/EBITDA – részvényár/egy részvényre jutó EBITDA
- Vállalat értéke:

$$P_x = EBITDA_x * \frac{P}{EBITDA} * (1 \pm d)$$

$$V_x = P_x * DB_x$$

Ahol:

- P_x – vállalat részvényára
- $EBITDA_x$ – vállalat 1 részvényre jutó EBITDA-ja
- P/EBITDA* - benchmark P/EBITDA mutatója
- d – módosító tényező
- DB_x – kibocsátott részvények darabszáma
- V_x – saját tőke értéke

- Alkalmazása: hálózati szolgáltatók

ÁR/ÁRBEVÉTEL

- P/S – részvényár/egy részvényre jutó árbevétel
- Vállalat értéke:

$$P_X = S_X * \frac{P^*}{S} * (1 \pm d)$$

$$V_X = P_X * DB_X$$

- Alkalmazása: kereskedelmi cégeknél

Ahol:

- P_X – vállalat részvényára
- S_X – vállalat 1 részvényre jutó árbevétele
- P/S^* - benchmark P/S mutatója
- d – módosító tényező
- DB_X – kibocsátott részvények darabszáma
- V_X – saját tőke értéke

ÁR/MŰKÖDÉSI PÉNZÁRAM

- Vállalat értéke:

$$P_X = OCF_X * \frac{P}{OCF} * (1 \pm d)$$

$$V_X = P_X * DB_X$$

- Alkalmazása: általános

Ahol:

- P_X – vállalat részvényára
- OCF_X – vállalat 1 részvényre jutó működési pénzárama
- P/OCF^* - benchmark P/OCF mutatója
- d – módosító tényező
- DB_X – kibocsátott részvények darabszáma
- V_X – saját tőke értéke

KAPITALIZÁCIÓ/SAJÁT TŐKE

- Vállalat értéke:

$$V_X = TE_X * \frac{C^*}{TE} * (1 \pm d)$$

- Alkalmazása: általános

Ahol:

- TE_X – vállalat saját tőkéje
- C/TE^* - benchmark kapitalizáció/saját tőke mutatója
- d – módosító tényező
- V_X – saját tőke piaci értéke

TOBIN Q MUTATÓJA

- Vállalat értéke:

$$V_X = RV_X * \frac{C}{RV} * (1 \pm d)$$

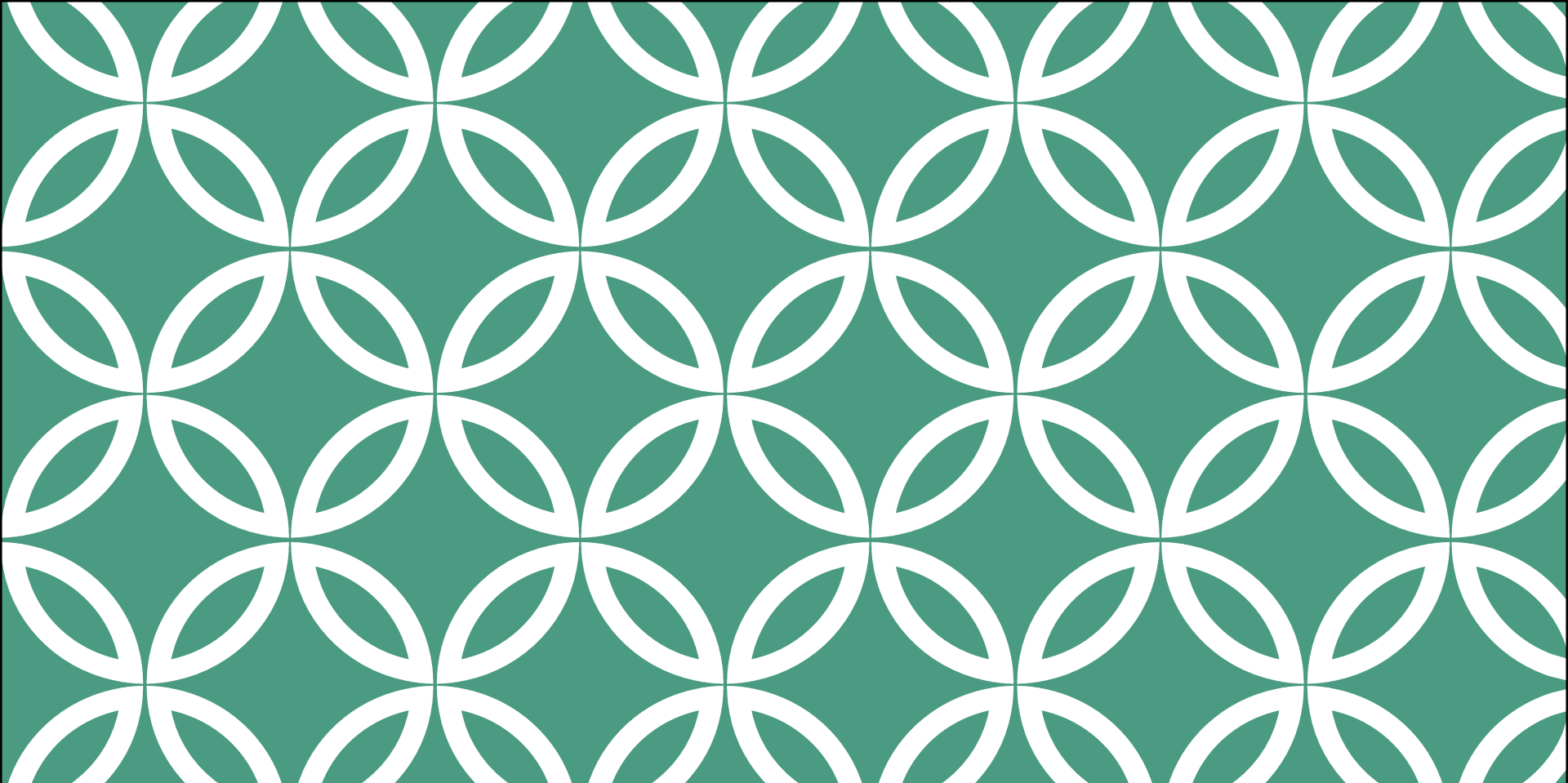
- Alkalmazása: általános

Ahol:

- RV_X – vállalat helyettesítési értéke
- C/RV - benchmark kapitalizáció/helyettesítési érték
- d – módosító tényező
- V_X – saját tőke piaci értéke

HÁNYADOSELEMZÉSEN ALAPULÓ D MUTATÓ HIÁNYOSSÁGAI

- Nem súlyoztuk és a mutatók nem függetlenek
- Mutatók hányadosainak értékét korlátozzuk – kivételkezelés
- Pénzügyi jelentéseken kívüli tényezők
 - Makrotényezők – (kamatfelár)
 - Növekedési kilátások
 - Politikai-társadalmi tényezők



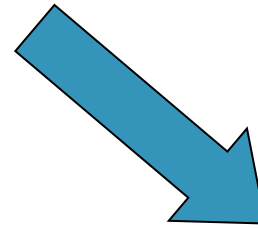
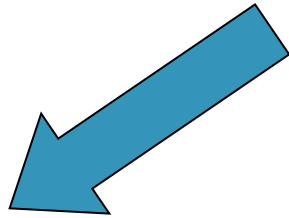
VEGYES MÓDSZEREK |

VEGYES MÓDSZEREK

- Mind a vállalat eszközeinek jelenlegi értékét, mind a jövőbeli pénztermelő képességét figyelembe veszik
- Érték = Jelenlegi eszközérték + várható tőkenyereség

KLASSZIKUS

- Érték = nettó kiigazított érték + saját goodwill értéke
- Saját goodwill becslése két képlettel



$$V_x = A + (n * B)$$

$$V_x = A + (z * F)$$

A – kiigazított eszközérték

n – többszörös (1,5 és 3 között)

B – éves adózott eredmény

A – kiigazított eszközérték

z – forgalom %-a

F – éves árbevétel

EGYSZERŰSÍTETT KIIGAZÍTOTT EREDMÉNY MÓDSZER

- Képlet:

$$V_X = A + (B - r * A) * AF_{r,n}$$

A – kiigazított eszközérték

$AF_{r,n}$ – annuitásfaktor, ahol n 5 és 8 közötti szám,

r - a vállalati befektetés elvárt hozama

B – a következő évi eredmény-előrejelzés

EU VÁLLALATÉRTÉKELŐINEK AJÁNLÁSA

- Képlet:

$$V_X = A + (B - r * V) * AF_{r,n}$$

$$V = \frac{A + (B * AF_{r,n})}{1 + r * AF_{rn}}$$

A – kiigazított eszközérték

$AF_{r,n}$ – annuitásfaktor, ahol n 5 és 8 közötti szám,

r - a vállalati befektetés elvárt hozama

B – a következő évi eredményelőrejelzés

V – szuperprofit – tőkésített eredményfolyam

KÖZVETETT MÓDSZER

- Képlet:

$$V_x = \frac{\left(A + \frac{B}{r} \right)}{2}$$

A – kiigazított eszközérték

r - a vállalati befektetés elvárt hozama

B – a következő évi eredmény-előrejelzés

V_x – vállalat értéke

ANGOLSZÁSZ VAGY KÖZVETLEN MÓDSZER

- Képlet:
$$V_x = A + \frac{(B - r^* A)}{r^*}$$

A – kiigazított eszközérték

r - a vállalati befektetés hozama

B – a következő évi eredmény-
előrejelzés

V_x – vállalat értéke

r^* - vállalati befektetéstől elvárt
hozam

ÉVES EREDMÉNYTŐKÉSÍTÉSI MÓDSZER

•Képlet:

$$V_x = A + (B - r * A) * m$$

A – kiigazított eszközérték

m – többszörös, értéke általában
3-5 között

r - a vállalati befektetés elvárt
hozama

B – a következő évi eredmény-
előrejelzés

V_x – vállalat értéke

KOCKÁZATVISELŐ ÉS KOCKÁZATMENTES MÓDSZER

- Képlet:

$$V_x = A + \frac{(B - r^* V)}{r^*}$$

$$V = \frac{A + \frac{B}{r^*}}{1 + \frac{r}{r^*}}$$

A – kiigazított eszközérték

r^* - a befektetéstől elvárt hozam

r - a vállalati befektetés hozama

B – a következő évi eredmény-előrejelzés

V – szuperprofit – tőkésített eredményfolyam

V_x – a vállalat értéke

PÉNZÁRAM-DISZKONTÁLÓ MÓDSZEREK

- Alapja az általános értékképlet: Minden eszköz annyit ér, mint az eszköz működéséből származó pénzáramok jelenértékösszege
- Képlettel:

$$GPV = \sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1+r)^i}$$

- Feladat: - pénzáram, kockázattal arányos hozam, vizsgálat időtartamának meghatározása

DISZKONTÁLT OSZTALÉKMODELL (DDM)

- Általános képlete:

$$P_0 = \sum_{i=1}^n \frac{D_i}{(1+r)^i} + \frac{P_n}{(1+r)^n}$$

Ahol, P_0 – jelenlegi részvényár

D_i – i -dik időszakban esedékes osztalék

P_n – n -év múlva várható részvényár

r – befektetéstől elvárt hozam

Alkalmazása: kisebbségi részvénycsomagok értékelése

GORDON-MODELL

- Képlete:

$$P = \frac{Div_1}{r - g} = \frac{Div_0 * (1 + g)}{r - g}$$

- Feltételezései:

- állandóan g %-al növekvő osztalék
- végtelen pénzáram
- vállalattól elvárt hozam nem változik
 - kockázatmentes kamatláb változatlan
 - befektetők által elvárt kockázati prémium nem változik
 - vállalat kockázata nem változik
- egy időszakkal vagyunk a következő osztalékfizetés előtt

KÉTFÁZISÚ DDM MODELL

- Képlete:

$$P_0 = \sum_{i=1}^n \frac{D_i}{(1+r)^i} + \frac{\frac{D_{n+1}}{r-g}}{(1+r)^n}$$

Ahol, P_0 – jelenlegi részvényár

D_i – i -dik időszakban esedékes osztalék

D_{n+1} – $n+1$ -dik időszakban esedékes osztalék

P_n – n -év múlva várható részvényár

r – befektetéstől elvárt hozam

g – osztalék növekedési rátája

EGYSZERŰSÍTETT KÉTFÁZISÚ DDM MODELL

- Ha az első n évben az osztalék mértéke és az osztalékfizetési ráta változatlan:

$$P_0 = \frac{Div_0 * (1 + g) * \left(1 - \frac{(1 + g)^n}{(1 + r)^n}\right)}{r - g} + \frac{Div_0 * (1 + g)^n * (1 + g_n)}{(r_n - g_n)(1 + r)^n}$$

Ahol – Div_0 – előző évi osztalékfizetés

g – első fázis növekedési üteme

r – első fázis elvárt hozama

r_n – második fázis elvárt hozama

g_n – második fázis növekedési üteme

PÉNZÁRAM-DISZKONTÁLÁS ÁLTALÁNOS MÓDSZERE

$$V = \frac{CF_1}{(1+r_1)} + \frac{CF_2}{(1+r_1)*(1+r_2)} + \dots + \frac{CF_n + VR_n}{\prod_{i=1}^n (1+r_i)}$$

Magyarázat:

V – vállalat értéke

CF_i – vállalat által adott időszakban megtermelt pénzáram

VR_n – vállalat maradványértéke n év múlva

r_i – elvárt hozam az i -dik évben

RELEVÁNS PÉNZÁRAMOK RELEVÁNS DISZKONTRÁTÁK

Érték	Pénzáram	Diszkontráta
Vállalat értéke	Szabad pénzáram	Súlyozott átlagos tőkeköltség
Saját tőke értéke	Tőkére jutó pénzáram	Résztvényektől elvárt hozam
Adósság értéke	Adósságszolgálat	Hiteltől elvárt hozam

DISZKONTÁLT PÉNZÁRAM KISZÁMÍTÁSÁNAK LÉPÉSEI (1)

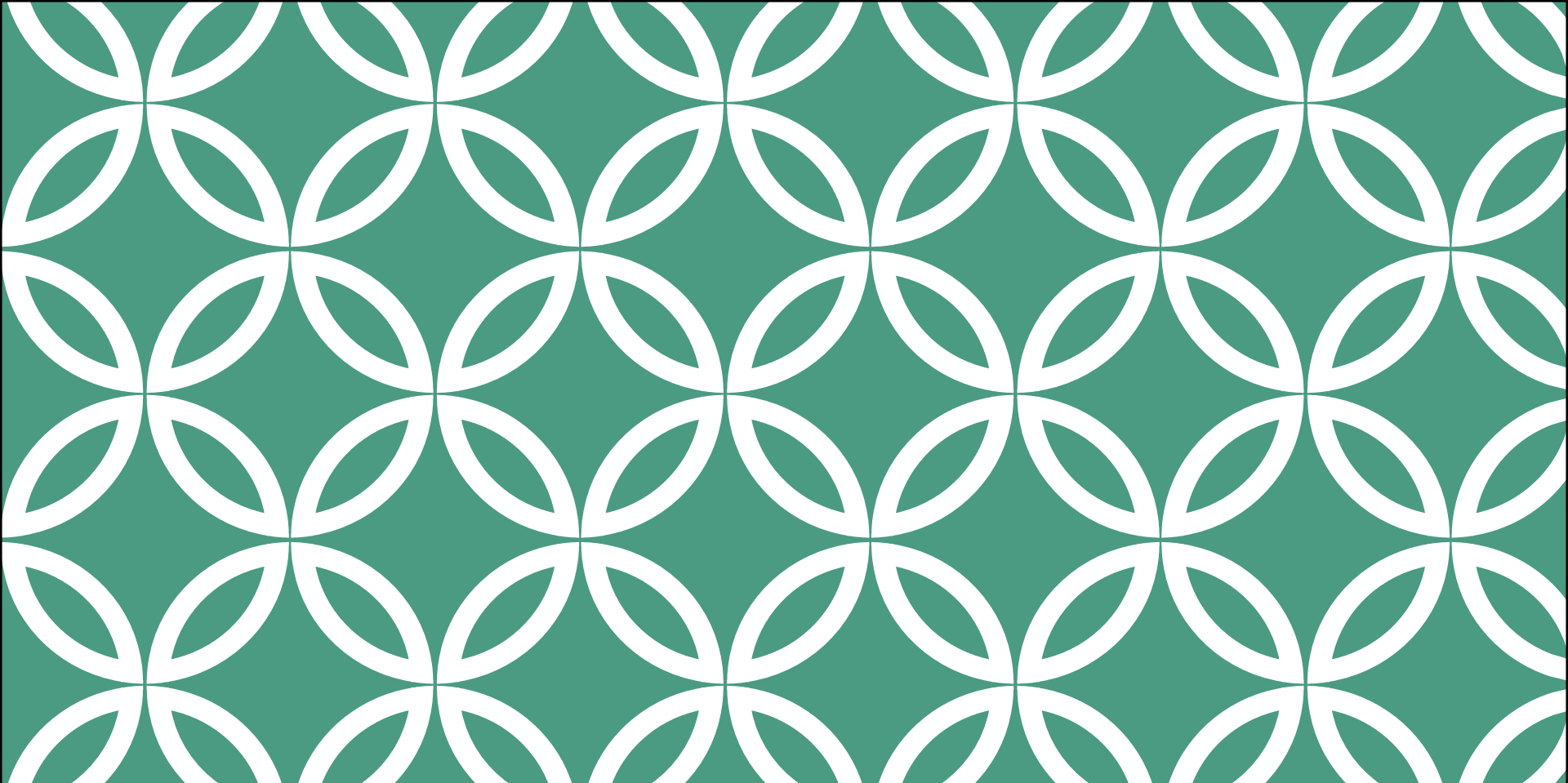
- Az iparág és a vállalat történeti és stratégiai elemzése
 - Pénzügyi elemzés
 - Eredmény-kimutatás és mérleg elemzés
 - Pénzáram elemzés
 - Stratégiai és piacelemzés
 - Iparág fejlődése
 - Vállalat piaci helyzetének elemzése
 - Értéklánc azonosítása
 - Értékhozók azonosítása

ÉRTÉKTÉNYEZŐK

- Pénzügyi érték
 - tőkearányos hozam
 - szabad cash flow
 - gazdasági hozzáadott érték (EVA)
 - gazdasági profit
- Fogasztói érték
- Humán érték
- Növekedési potenciál
- Innováció
- Üzemeltetési érték

DISZKONTÁLT PÉNZÁRAM KISZÁMÍTÁSÁNAK LÉPÉSEI (2)

- Jövőbeli pénzáramok előrejelzése
 - Pénzügyi előrejelzés
 - Eredménykimutatás, pénzáram előrejelzés és mérleg
 - benne (beruházások, finanszírozás, érzékenységi elemzés)
 - Stratégiai és versenyhelyzet előrejelzés
 - iparág fejlődése
 - vállalat versenyhelyzetének előrejelzése
 - fő versenytársak versenyhelyzetének alakulása
 - Pénzáram előrejelzés konzisztenciája
 - Előrejelzések pénzügyi konzisztenciája
 - Múltbeli és jövőbeli előrejelzések konzisztenciája
 - A pénzáram konzisztenciája a stratégiai előrejelzéssel



RÉSZVÉNYESI ÉRTÉK MÉRÉSE



MEGTERMELT ÜZEMI PÉNZÁRAM (EBITDA)

- + Árbevétel, egyéb bevételek, saját teljesítmény
- Értékesítés közvetlen költségei
- = Bruttó fedezet
- Értékesítés közvetett költségei
- Egyéb költség, ráfordítás
- = Üzemi eredmény
- + Amortizáció
- = EBITDA

NOPAT MEGHATÁROZÁSA

+ EBITDA

- Szokásos működéshez szükséges beruházások

= Adózás előtti nettó működési eredmény

- Működési eredményt terhelő adó

= Nettó adózás utáni működési eredmény (NOPAT)

+ Fizetett adó

± Halasztott adó

+ Adókorrekció a nem működési kiadások és kamatkiadások után
(Tételek*Adóhányad)

Működési eredményt terhelő adó

SZABAD PÉNZÁRAM (FCF)

- Hogyan termeli és használja fel a vállalat a pénzeszközeit
- A vállalat valós működési pénzárama
- A vállalat által termelt teljes pénzáram, ami a finanszírozók számára rendelkezésre áll

$FCF = NOPLAT - \text{Nettó beruházás}$

$= [NOPLAT + \text{Amort.}] - [\text{Nettó beruházás} + \text{Amort.}]$

$= \text{Bruttó pénzáram} - \text{Bruttó beruházás}$

SZABAD CASH-FLOW MEGHATÁROZÁSA

+ NOPLAT

+ Működésbe fektetett bef. Eszközök é.cs.

± Forgótőke állományváltozása

- Pótló beruházások

Egyéb források - egyéb eszközök

- Új befektetések

= Szabad cash flow

= Finanszírozás előtti cash flow

FORGÓTŐKE

- Működésbe vont forgóeszközök mínusz nem kamatozó források
- Működésbe vont forgóeszköz: a működés fenntartásához szükséges és arra használt eszközök (pénzeszközök egy része, követelések, és készletek)
- A működés igényénél nagyobb pénzállomány és értékpapír-állományt nem kell figyelembe venni
 - Úgy tekintjük, hogy ezen befektetések NPV-je zérus

MARADVÁNYÉRTÉK

$$\text{Continuing value} = \frac{\text{NOPLAT}_{T+1} \left(1 - \frac{g}{\text{ROIC}_I} \right)}{\text{WACC} - g}$$

- NOPLAT az explicit előrejelzési időszak utáni első évben
- g = a NOPLAT várható növekedési üteme
- ROICI az új beruházások hozama

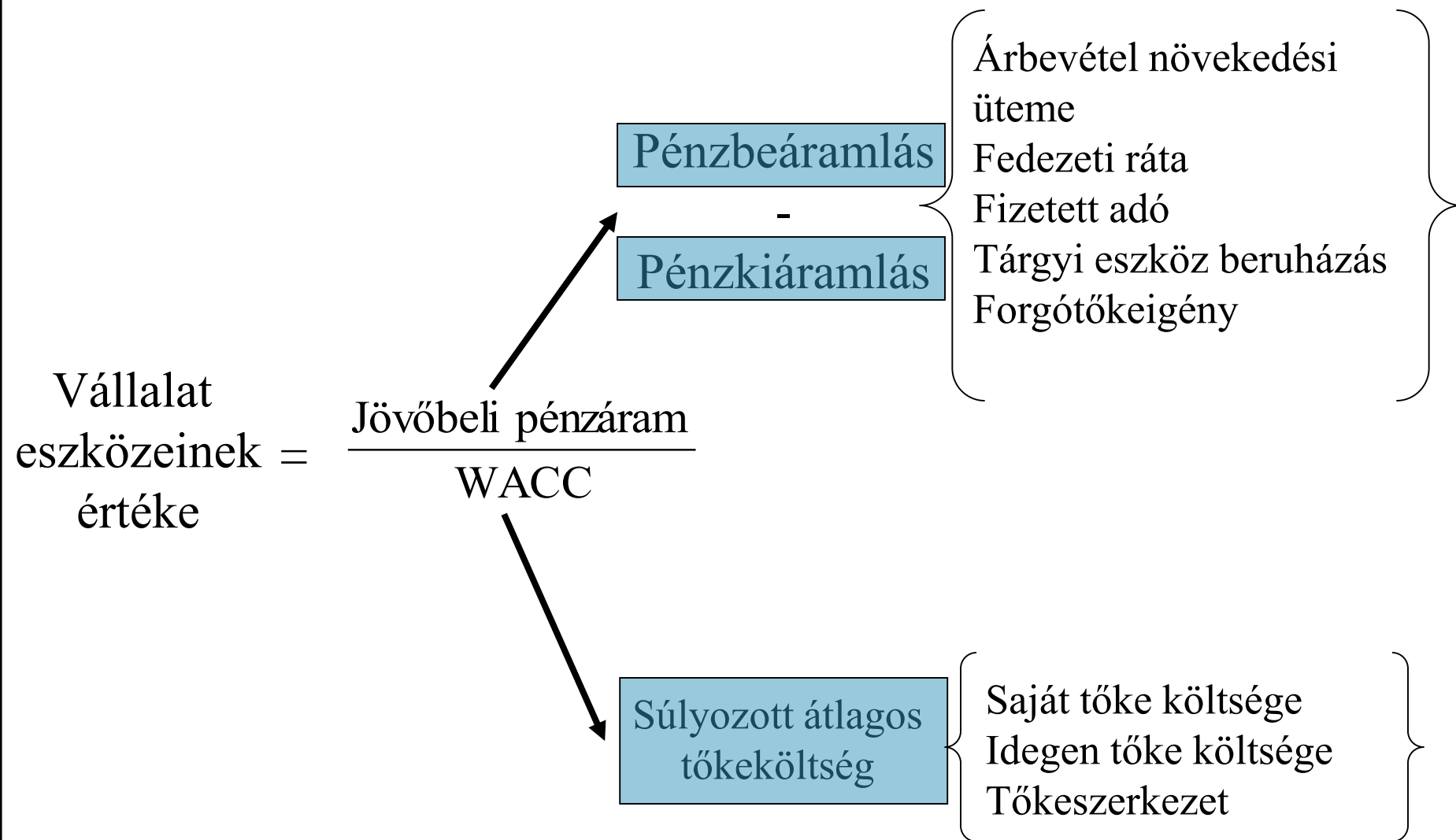
AZ ÉRTÉK KISZÁMÍTÁSA

1. FCF diszkontálása a WACC-al
2. A maradványérték osztása a WACC-al
3. A működés értékének kiszámítása
 $PV(1. + 2.)$
4. A nem működési eszközök értékének hozzáadása
5. Az adósság és minden egyéb követelés értékének kivonása

DISZKONTÁLT PÉNZÁRAM KISZÁMÍTÁSÁNAK LÉPÉSEI (3)

- Súlyozott átlagos tőkeköltség összetevőinek meghatározása
 - Jövőbeli infláció megbecslése
 - Kockázatmentes hozam becslése
 - Kockázati prémium becslése
 - Vállalat eszközeinek, saját tőkéjének és hiteleinek kockázatbecslése

Részvényesi érték = Vállalat eszközeinek értéke - Adósság



TŐKEKÖLTSÉG BECSLÉSE

- Mind a hitelezők, mind a részvényesek elvárják, hogy kárpótolják őket azért, hogy ebbe a vállalatba fektették a pénzüket, nem pedig egy más, ugyanilyen kockázatú vállalkozásba
- WACC az a diszkontráta, vagy a pénz időértéke, amivel a jövőben várt szabad pénzáramnak kiszámoljuk a jelenértékét
- Meg kell felelnie az értékelési eljárásnak és a szabad pénzáram definíciójának

HOGYAN LEGYEN MEGFELELŐ?

- Foglalja magába minden tőkeforrás súlyozott átlagos költségét
- Adózás utáni értékét kell kiszámítani
- Nominálhozamokat használjunk
- Ki kell igazítani a tőkenyújtók által viselt szisztematikus kockázattal
- Piaci értékalapon súlyozzunk
- Változtassuk, ha szükséges az előrejelzési periódusban

A WACC BECSLÉSÉNEK KÉPLETE

$$WACC = k_b(1-T_c)(B/V) + k_p(P/V) + k_s(S/V)$$

k_b = az adósság adózás előtti elvárt hozama

T_c = társasági adókulcs

B = a kamatozó adósság piaci értéke

V = a vállalkozás piaci értéke $V = B + P + S$

k_p = elsőbbségi részvény adózás utáni hozama

P = elsőbbségi részvény piaci értéke

k_s = törzsrészvény elvárt hozama

S = törzsrészvények piaci értéke

WACC KISZÁMÍTÁSA

- 1) Piaci értékalapú súlyok kiszámítása
- 2) Hitelek költségének becslése
- 3) Saját tőke költségének becslése

PIACI ÉRTÉKSÚLYOK KISZÁMÍTÁSA

- Elméletileg helyes
 - Különböző WACC a különböző években, ami kifejezi az adott év tőkeszerkezetét
- Inkább a céltőkeszerkezetet kell tekinteni, mintsem a ténylegest
 - A jelenlegi eltérhet a várható jövőbeli tőkeszerkezettől
 - Visszacsatolás a WACC számításában

A CÉLTŐKESZERKEZET KISZÁMÍTÁSA

- 1) Meg kell határozni a vállalat jelenlegi tőkeszerkezetét
- 2) Át kell nézni a hasonló vállalkozások tőkeszerkezetét
- 3) Figyelembe kell venni a vállalatvezetés implicit és explicit pénzügyi stratégiáját és a céltőkeszerkezetről alkotott véleményét

JELLENLEGI TŐKESZERKEZET MEGHATÁROZÁSA

- Meg kell határozni a tőkeszerkezet elemeinek értékét, piaci értéken, ha lehetséges
- Meg kell határozni a piaci értékeket, ha nem állnak rendelkezésre

ADÓSSÁG ÉRTÉKE

- Értéke három tényezőtől függ
 - Az előre rögzített kifizetésektől
 - A hitelkockázattól
 - A hasonló lejáratú állampapírok elvárt hozamától
- 1) Meg kell határozni a kifizetések nagyságát
- 2) Minősíteni kell az adósságot
- 3) Ki kell számolni a kifizetések jelenértékét

SAJÁT TŐKE ÉRTÉKE

- Kisebbségi részesedések

- Ha nincs tőzsdei forgalomban, DCF vagy P/E vagy piaci érték – könyv szerinti értéke megközelítést kell alkalmazni

- Elsőbbségi részvény

- Ez kockázatosabb, mint az adósság, de nem olyan kockázatos, mint a törzsrészvény

- Törzsrészvény – ha nem forog a tőzsdén

- Ki kell számolni a részvény értékét több megközelítés szerint (eszközértékelés, DCF, osztalékhozam, P/E, piaci érték – könyv szerinti érték, opciós árelmélet)

TŐKESZERKEZET – BENCHMARK ELEMZÉSSEL

- Át kell nézni a hasonló vállalatok tőkeszerkezetét
 - Segít megérteni, vajon a jelenlegi tőkeszerkezet szokatlan-e
 - Néhány esetben nem lehet meghatározni a jelenlegi tőkeszerkezetet
 - Benchmark-ot kell alkalmazni, hogy alátámasszuk a céltőkeszerkezet megalapozottságát

AZ ADÓSSÁGTÓL ELVÁRT HOZAM MEGHATÁROZÁSA

- Befektetési fokozatú adósság
 - A névleges hozam nem fontos
 - Kötvényminősítést kell használni, ha rendelkezésre áll
- Kockázatos adósság
 - Meg kell különböztetni a lejáratig várt hozamot az ígért hozamtól
- Lízing
 - Az adósság más formáinak helyettesítője
 - Ugyanaz a költsége, mint a hosszú távú adósságnak

SAJÁT TŐKE ELVÁRT HOZAMÁNAK MEGHATÁROZÁSA

- A legnehezebb becsülni, ha nem lehet megfigyelni
- CAPM-t vagy APM-t kell használni
- CAPM
$$k_s = r_f + [E(r_m) - r_f] \times \text{béta}$$
- Három tényezőt kell megbecsülni:
 - Kockázatmentes hozam
 - Kockázati felár
 - Szisztematikus kockázat

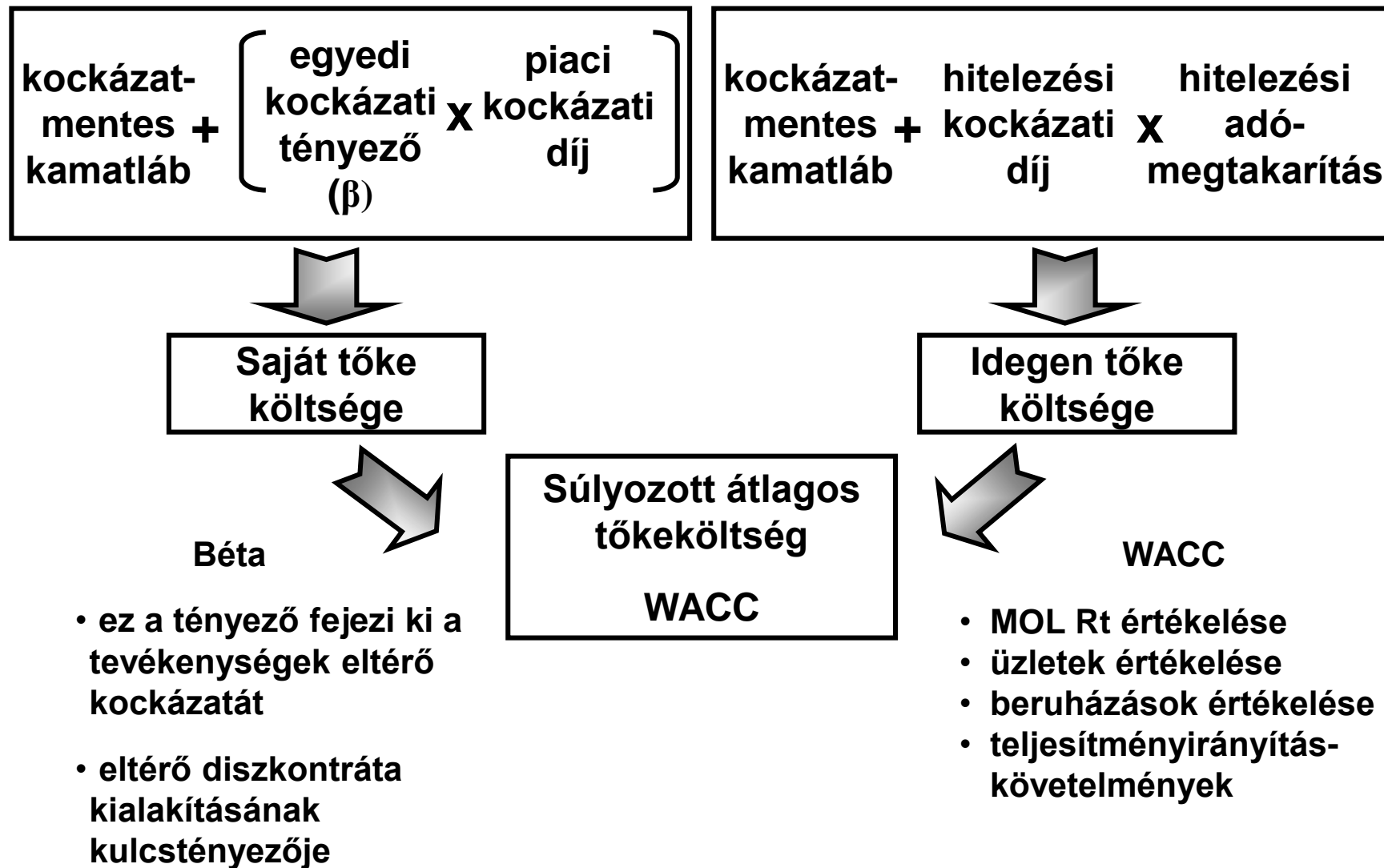
KOCKÁZATMENTES HOZAM MEGHATÁROZÁSA

- Néhány alternatíva
 - kincstárjegyhozam
 - 10 éves államkötvény-hozam
 - 30 éves államkötvény-hozam
- A 10 éves kötvény-hozam közel olyan durációjú, mint a vállalat pénzárama
- Kevésbé érzékeny az inflációs várakozásokra, mint a 30 éves államkötvény

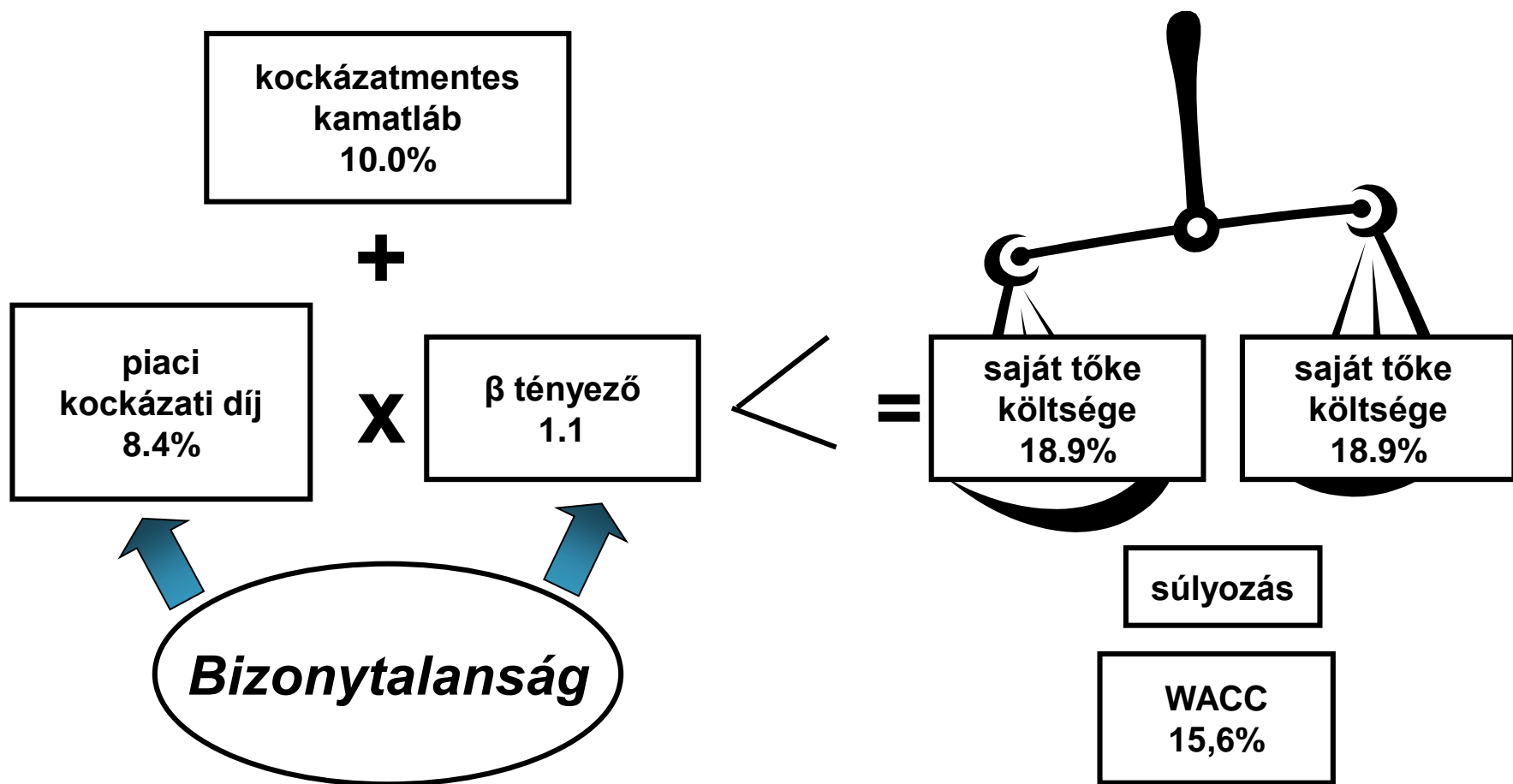
BÉTA BECSLÉSE

- Tőzsdei cégek számára a béta becslése könnyű
 - Ezek a becslések igen különbözőek lehetnek
- Az egyedi béták helyett az ágazati átlagos bétát vesszük
- Az ágazati átlagos béta stabilabb és megbízhatóbb, mivel a mérési hibák jó részét kiküszöböli

SÚLYOZOTT ÁTLAGOS TŐKEKÖLTSÉG TELEPÍTÉSE



A SÚLYOZOTT ÁTLAGOS TŐKEKÖLTSÉG/DISZKONTRÁTA SZÁMÍTÁSA A MOL RT-NÉL



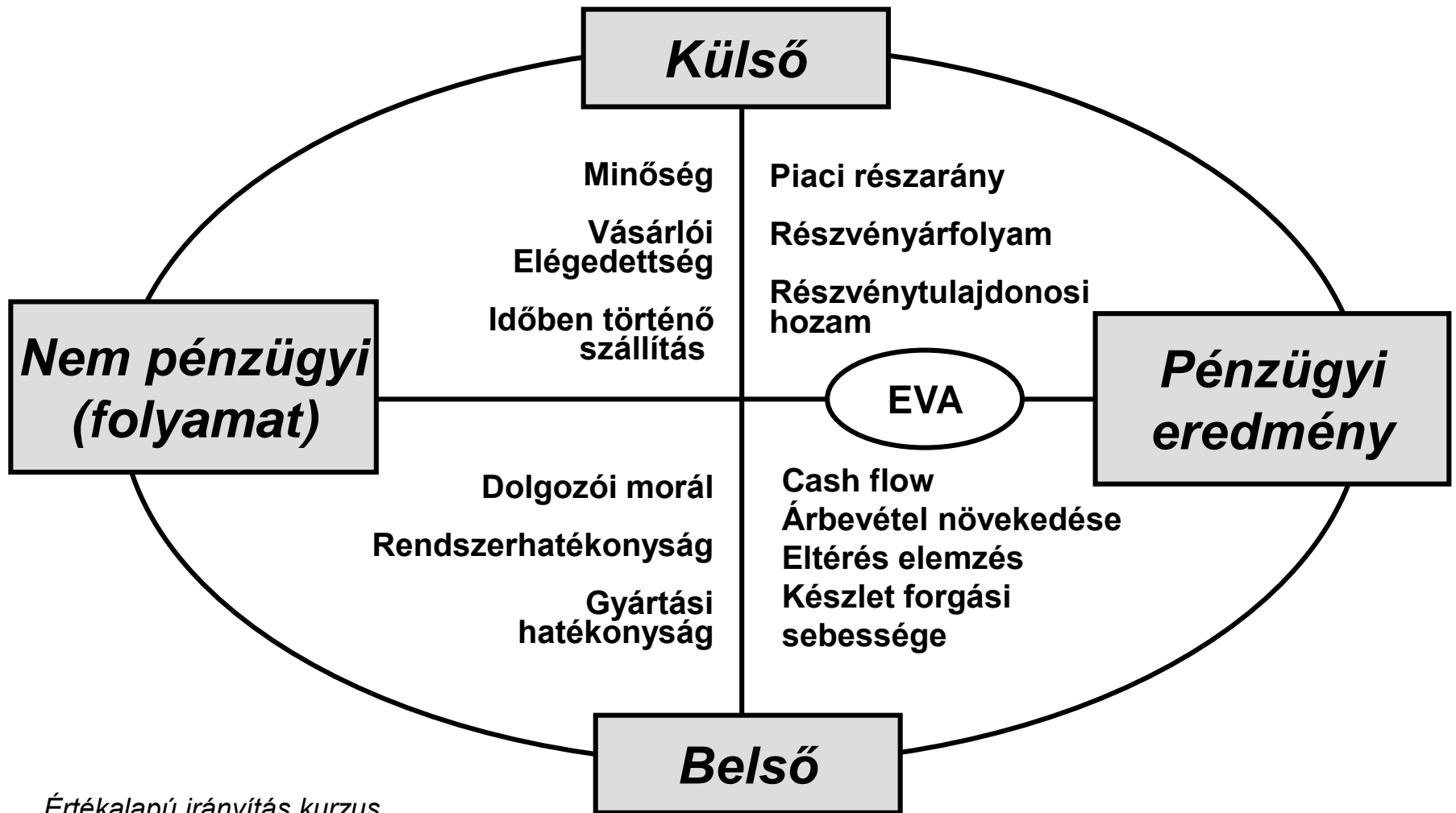
DISZKONTÁLT PÉNZÁRAM KISZÁMÍTÁSÁNAK LÉPÉSEI (4)

- Jövőbeli pénzáramok nettó jelenértékének megbecslése
 - Hitel és saját tőke pénzáramok diszkontálása összetevők szerint
 - Értékek összeadása

EREDMÉNYEK ÉRTÉKELÉSE (5)

- Kapott érték összehasonlítása
- Értékhozó azonosítása. Értékteremtés fenntarthatósága
- Vállalati érték érzékenysége az értékhozókra
- A modell kiigazítása a stratégiai és a piaci helyzet elemzése szerint

ÁTFOGÓ TELJESÍTMÉNY JELZŐ ÉS ÉRTÉKELŐ RENDSZER



IC MEGHATÁROZÁSA ESZKÖZOLDALRÓL

- + Működéshez kapcsolódó forgóeszközök
- Kamatfizetéssel nem járó rövid lej. Kötelezettség
- = Forgótőke
- + Működéshez szükséges bef. eszközök
- = Működésbe fektetett tőke (IC)
- + Piacképes értékpapírok
- + Goodwill
- + Működéshez nem kapcsolódó befektetések
- = Nettó Eszközök

IC MEGHATÁROZÁSA FORRÁSOLDALRÓL

+ Saját tőke

+ Kamatköteles adósság

- Nem a működésbe befektetett források

= Lekötött tőke összesen (IC)

$$\text{ROIC} = \frac{\text{NOPLAT}}{\text{IC}} = \frac{\text{EBIT}}{\text{NS}} * \frac{\text{NS}}{\text{IC}} * \left(1 - T_c^*\right)$$

GAZDASÁGI EREDMÉNY, HOZZÁADOTT ÉRTÉK

- Gazdasági eredmény
- Befektetett tőke * (ROIC - WACC)
- Gazdasági hozzáadott érték
- Szabad cash-flow - Befektetett tőke * WACC

LEKÖTÖTT TŐKE HATÉKONYSÁGÁNAK MÉRÉSE

ROACE = *Return On Average Capital Employed*
adózott üzleti eredmény x 100

átlagos lekötött tőke

Lekötött tőke * =

Összes eszköz

befektetett pénzügyi eszközök

befejezetlen beruházások

pénzeszközök és értékpapírok

~~rövid lejáratú kötelezettségek~~

+ rövid lejáratú hitelek

~~passzív időbeli elhatárolások~~

ROAIC = *Return On Average Invested Capital*
adózott üzleti eredmény x 100

átlagos lekötött tőke

Lekötött tőke * =

Aktivált tárgyi eszközök

+ befektetett pénzügyi eszközök

~~+ befejezetlen beruházások~~

ROE = $\frac{\text{adózott eredmény}}{\text{saját tőke}}$

~~ROE=Return On Equity~~

+ vevők

~~- szállítók~~

* az átlagos lekötött tőke az adott időszaki nyitó, illetve záró értékekből számítandó

Érték alapú irányítás kurzus

Forrás: MOL – érték alapú irányítás

EVA MUTATÓ ÖSSZETEVŐI

$$[\text{adózott üzleti eredmény} - (\text{lekötött tőke} \times \text{WACC}^*)] = \text{EVA}^{**}$$

saját tőke költsége

idegen tőke költsége

saját tőke x hozamelvárás

idegen tőke x kamatköltség

$$\left\{ \frac{\text{adózott üzleti eredmény}}{\text{lekötött tőke}} - \text{WACC} \right\} \times \text{lekötött tőke} = \text{EVA}$$

ROACE

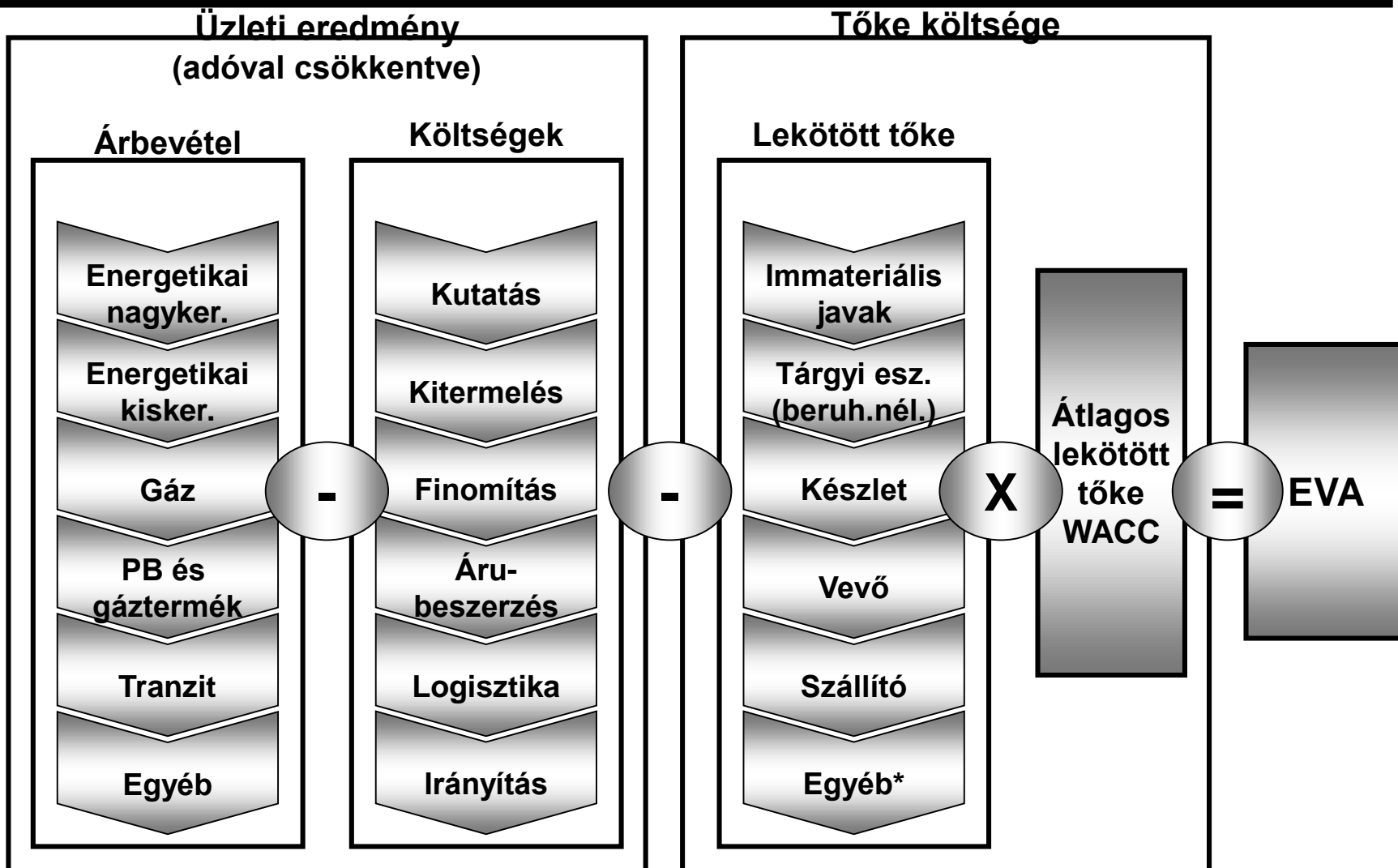
- WACC = Megtérülési „rés”

*WACC = Weighted Average Cost of Capital

ROACE = Return On Average Capital Employed

**EVA = Economic Value Added

EVA LEVEZETÉSE



Érték alapú irányítási kurzus

*Egyéb követelések, egyéb rövid lej. köt., halasztott adó, céltartalék, vevőtől kapott előleg

Forrás: MOL – érték alapú irányítás

RÉSZVÉNYESI ÉRTÉK LESZÁRMAZTATÁSA AZ ÉVES MŰKÖDÉS SZINTJÉRE

Részvényesi érték (SHV) = Piaci hozzáadott érték (SVA)
+ Nyitó tőke

SVA = Gazdasági hozzáadott érték (EVA) +
Maradványérték

EVA = Lekötött tőke (IC) * (Lekötött tőkearányos hozam
(ROIC) - Súlyozott átlagos tőkeköltség (WACC))

vagy

EVA = Lekötött tőke gazdasági hozama (NOPAT) -
IC * WACC

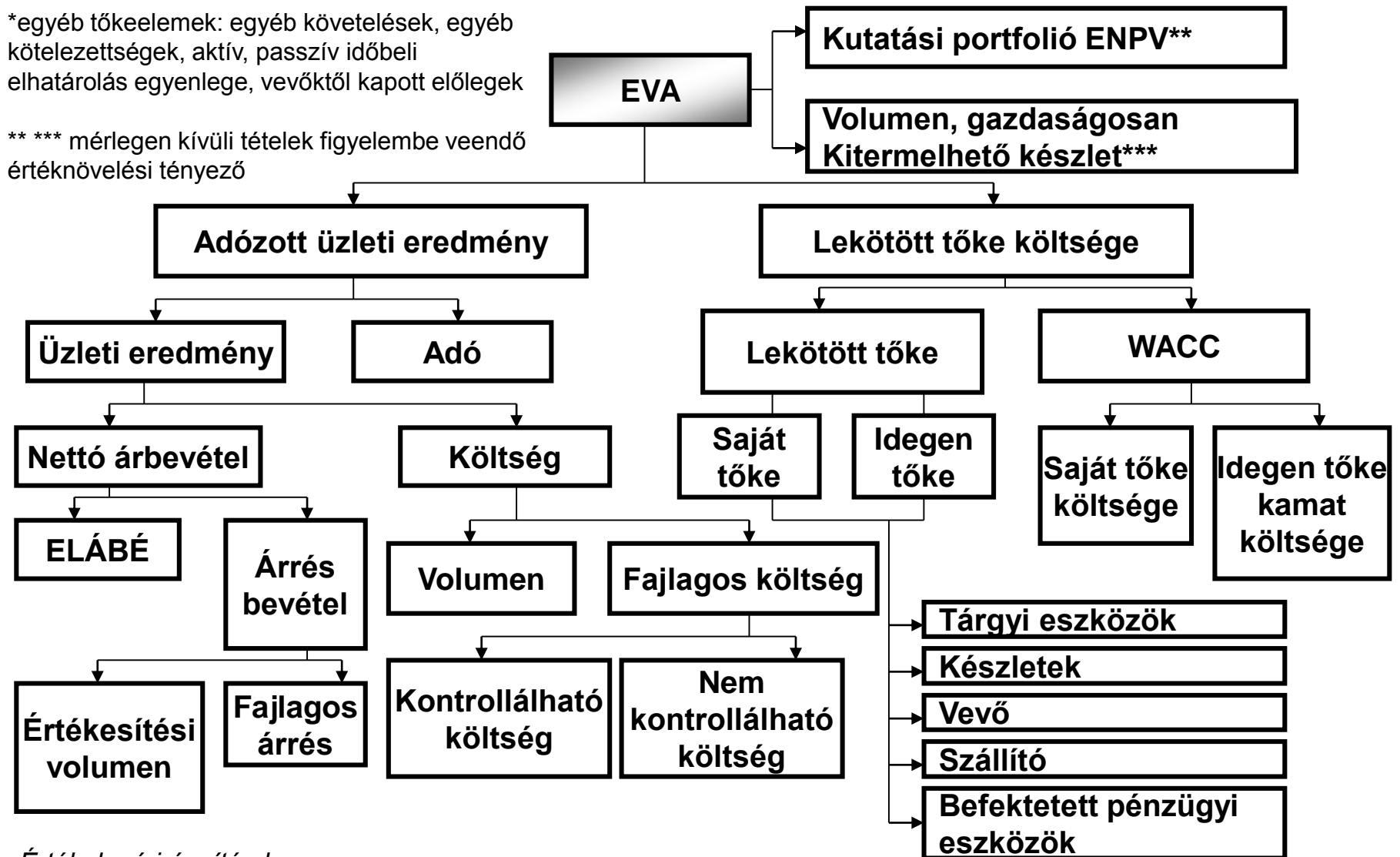
EVA ÉS DCF KÖZÖTTI ÖSSZEFÜGGÉS

$$\left. \begin{array}{c} \frac{FCF_1}{(1+WACC)_1} \\ + \\ \frac{FCF_2}{(1+WACC)_2} \\ + \\ \vdots \\ + \\ \frac{FCF_t}{(1+WACC)_t} \end{array} \right\} \text{Üzleti érték} = \text{MVA} + \text{Lekötött tőke} \left. \begin{array}{c} \frac{EVA_1}{(1+WACC)_1} \\ + \\ \frac{EVA_2}{(1+WACC)_2} \\ + \\ \vdots \\ + \\ \frac{EVA_t}{(1+WACC)_t} \end{array} \right\}$$

SHAREHOLDERS VALUE MAXIMALIZÁLÁSA

*egyéb tőkeelemek: egyéb követelések, egyéb kötelezettségek, aktív, passzív időbeli elhatárolás egyenlege, vevőktől kapott előlegek

** *** mérlegen kívüli tételek figyelembe veendő értéknövelési tényező



Értékalapú irányítás kurzus

Forrás: MOL – érték alapú irányítás

MÚLTBELI TELJESÍTMÉNY ELEMZÉSE

- A múltbeli teljesítmény elemzésének a fő értékhordozókra kell koncentrálnia
 - Befektetett tőkearányos hozam (ROIC)
 - Növekedési potenciál
- ROIC és a működésbe befektetett tőke vezérli a pénzáramot és a vállalat értékét
- Mind a ROIC-t, mind a növekedést alkotóelemeire kell bontani

A SZÁMVITELI KIMUTATÁSOK ÁTALAKÍTÁSA

- ROIC-nak és a gazdasági nyereségnek inkább a gazdaságossági, mint a számviteli szemléletet kell tükrözniük.
- Meg kell különböztetni a működési és a nem-működési (jóléti, presztízs) eszközöket
- Meg kell határozni, hogyan hatnak a befektetett tőkére és az üzemi eredményre a különböző erőforrások
- Ennek eredményeképpen megkapjuk a NOPLAT-t és a vállalkozás valódi gazdasági értékét tükröző befektetett tőkéjét

BEFEKTETETT TŐKE

- Meg kell határozni, mennyi tőkét fektettek be
 - a részvényesek és a hitelezők
 - működési és nem működési eszközökbe
- Működésbe fektetett tőke =
 - Működési forgótőke +
 - Nettó befektetett eszközök +
 - Nem kamatozó források –
- Ez különbözik a teljes befektetett tőkétől, ami a nem a működésbe vont eszközöket is tartalmazza.

BEFEKTETETT TŐKÉRE JUTÓ HOZAM

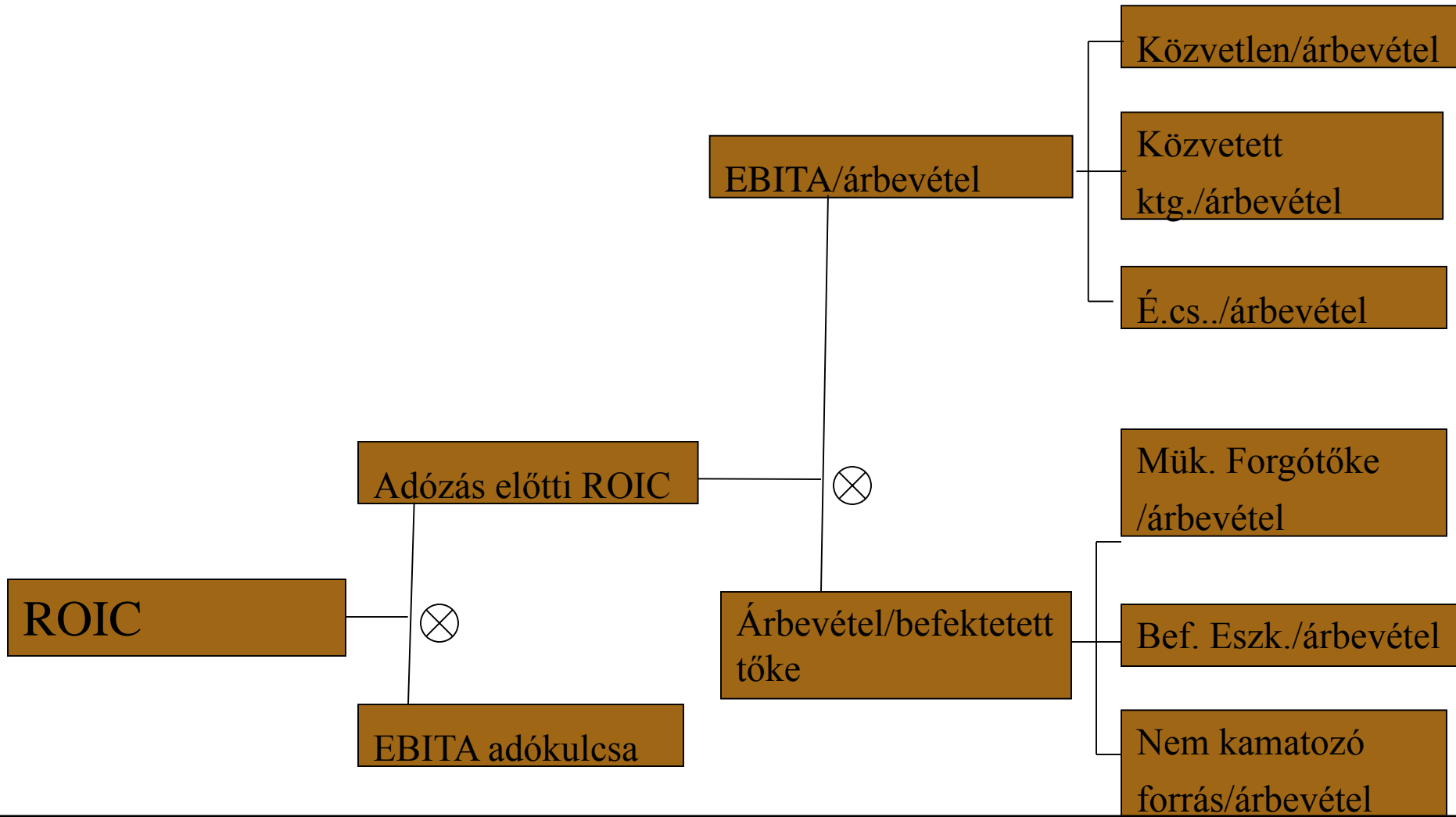
$$\text{ROIC} = \frac{\text{NOPLAT}}{\text{IC}}$$

- Következésképpen kell meghatározni a nevezőt és a számlálót
- Ha valamilyen befektetett eszközt bele vesszük a befektetett tőkébe, akkor a jövedelmét is bele kell foglalni a NOPLAT-ba
- ROIC a vállalat valós működési teljesítményét fejezi ki

GAZDASÁGI PROFIT

- A vállalat mérete és a hozamkülönbözlet szorzata dollárban
- Gazdasági profit = befektetett tőke ×
(ROIC - WACC)
- Gazdasági profit = NOPLAT - Tőkeköltség
- = NOPLAT - (Befektetett tőke × WACC)
- Ne keverjük össze a gazdasági profitot a vállalat értékében egy év alatt bekövetkezett változással

A ROIC ALKOTÓELEMEI



EGYESÜLÉSEK ÉS BEKEBELEZÉSEK LEHETSÉGES OKAI

- Eszközfedezet
- Vezetői bekebelezés
- Diverzifikáció
- Méretgazdaságosság
- Likviditás javítása
- A nyereség minősége
- Beruházást helyettesít
- Szinergia hatás

EGYESÜLÉS ÉS BEKEBELEZÉS TÍPUSAI

- Horizontális
- Vertikális
- Konglomerális

EGYESÜLÉS ÉS FELVÁSÁRLÁS FINANSZÍROZÁSA

- Készpénzes
- Részvénycsere
 - Új részvény kibocsátása
 - Meglevő részvények cseréje
 - Kettő kombinációja (vendor placing)
- Kölcsöntőke
 - Hitelfelvétel
 - Kötvénykibocsátás

PÉLDA KÉSZPÉNZES VÉTELRE

- AAA Ltd bekebelezi BBB Ltd. 500 millió forintért.

Vállalat neve	Nettó eszközök	Részvények száma	Nyereség
AAA Ltd.	2.000	150	3.000
BBB Ltd.	300	10	50

- Az AAA vállalat nettó eszközei az egyesülés után $2.000 + 300 - 500 = 1.800$ millió forint lesz + 200 millió forint goodwill. AAA vállalat részvényeiben nem lesz változás, BBB Ltd továbbra is ugyanúgy létezik, mint korábban, de a 10 ezer részvényt most már AAA vállalat birtokolja.

DÖNTÉSI SZEMPONTOK?

- Vásárló részéről:
 - Hogyan vannak beárazva jelenleg a részvényeim?
 - Mekkora a szinergiák megvalósulásának kockázata?
 - Mekkora a valószínűsége annak, hogy a részvényeim értéke a tranzakció lezárása előtt csökken?
- Eladó részéről:
 - Készpénzes ajánlat esetében az ár elfogadható-e?
 - Részvényes ajánlat esetében ugyanazok a kérdések, mint a vásárló vállalat esetében.

BEKEBELEZŐ VÁLLALAT SZEMPONTJAI A FINANSZÍROZÁS FORRÁSÁRÓL

- A vállalat hatékony ellenőrzése megváltozhat a bekebelezés után.
- A jegyzett tőke növekedése
- A bekebelezés finanszírozási költségei
- A hitelezési kapacitás növekedése
- Az 1 részvényre jutó nyereség hígulása
- Áttétel

A CÉLVÁLLALAT RÉSZVÉNYESEINEK SZEMPONTJAI

- Vállalati érdekeltség
- Adózás
- Jövedelem

BEKEBELEZÉSI ÁR MEGHATÁROZÁS P/E MÓDSZERREL

- Nagy Rt.. meg akarja vásárolni Kicsi Kft.-t. A két vállalat nyereséges és kapcsolatuk régóta tart. Nagy Rt Kicsi Kftl 62,5%-t akarja megvásárolni.
- Az értékelés 3 lépcsőben történik. Először kiszámítjuk a kiigazított nyereséget, majd kiszámítjuk a fenntartható nyereséget, végül meghatározzuk a részvények árát.

Kicsi Ltd mérlege	Millió Ft	Évek	Befektetési jövedelem	Nyereség
Befektetett eszközök nettó értéke		-3	2.500	30.600
Épületek és föld	150	-2	2.000	25.600
Gépek és telephely	56	-1	1.800	31.400
Összesen	206			
Beruházás	30			
Forgótőke	56			
Összesen	292			
10% elsőbbségi részvény	48			
Törzsrészvény	160			
Mérleg szerinti eredmény	58			
Összesen	266			
12,5% kamatú fedezett hitel	26			
Összesen	292			

A fenntartható nyereség kiszámolásánál az egyes éves súlyai legyenek rendre 1, 2, 3. Tekintsen el az inflációtól.

A pénzügyi befektetés piaci értéke = 22 ezer font.

Nagy Rt. 100 ezer törzsrészvényt vásárol és visszafizeti a 12,5%-os hitelt eladva a befektetést és a maradék 4.000 eFt-t 15%-os kamatra felveszi.

A részvényeket 10-es P/E hányad alapján értékelik, és a kiigazított profit az utolsó 3 év nyereségének súlyozott átlaga.

Mekkora Kicsi Kft. méltányos vételára?

EGY ALTERNATÍV MÓDSZER

- Kiszámoljuk a vállalat teljes értékét mintha az egyesülést végrehajtottuk volna.
- A bekebelező vállalat P/E hányadosával szorozzuk meg az összesen várható adózás utáni nyereséget.
- Kiszámoljuk a bekebelező vállalat értékét, ha az egyesülést nem hajtja végre.
- A különbség testesíti meg a célvállalat értékét a bekebelező vállalat számára.
- Példa:
 - Nagyfőnök Rt. jelenleg az ugyanabban az iparágban működő, kicsi Folyóvíz Kft. 100%-s felvásárlását fontolgatja. Nagyfőnök jelenlegi profitja 8 milliárd forint és P/E hányadosa 10. Ha Folyóvíz-et bekebelezi, a nyereség 9 milliárdra fog nőni az elképzelések szerint.
 - Mi az a maximum ár, amennyiért Folyóvíz-et meg lehet vásárolni?
 - Nagyfőnök értéke a bekebelezés után $9 \text{ millió} * 10 = 90 \text{ millió Ft.}$
 - Nagyfőnök értéke a bekebelezés nélkül $8 \text{ millió} * 10 = 80 \text{ millió Ft.}$
 - A kettő különbsége 10 millió forint a maximális ár.

MIKOR NYERÜNK A FELVÁSÁRLÁSSAL?

- Szimat Béla a Maragó Rt. pénzügyi tanácsadója és ebben a minőségében felkérték, hogy értékelje és tegyen javaslatot a Pix Rt. felvásárlására. A javaslat az, hogy Pix Ltd részvényeit 110 forintos egységáron készpénzért vásárolják meg, amelyiket Maragó Rt. 12%-os kamatozású hitelből finanszíroz. A vállalatok pénzügyi kimutatása a következő volt.
- A Maragó Rt. profitja a bekebelezés finanszírozási költségei miatt ugyanakkora lesz mint tavaly. A kamatköltség levonható az adóból. Az adó mértéke 20%.
- Ha a javasolt ár 110 Ft/részvény a teljes vételár 396 millió forint lesz. A fő tényező, ami Szimat úr döntését befolyásolja a Maragó 1 részvényre jutó nettó eszközértéke és nyeresége.

Megnevezés	Maragó Rt.	Pix Kft.
Nettó eszközök	3.920	3.430
Kibocsátott részvények száma	4.8 millió	3.6 millió
Adózott eredmény	800	350

BEKEBELEZÉSI AJÁNLATTÉTEL ELVEI

- Egyenlőség
- Tartózkodás az ajánlattétel zavarásáról
- A részvényesek informálása
- Az ellenőrzés joga
- Az ajánlat bejelentése
- Részvényesek képviselete
- Befolyásoló részesedés szerzésekor vásárlási ajánlat
- Hamis piac elkerülése

BEKEBELEZENDŐ VÁLLALAT ÉRTÉKELÉSÉNEK EGYSZERŰBB MÓDSZEREI

- Nettó eszközérték
- P/E hányad
- Osztalékhozam
- Diszkontált pénzáram

ELECTROTRANSPORT KFT.

Az Electrotransport utolsó mérlege

Mérlegtételek	milliárd Ft
Goodwill	5
Ingatlan tulajdon	10
Gépek	20
Befektetések	5
Készlet	3
Vevők	6
Készpénz	1
Összesen	50
Törzsrészesvények	20
5%-os els. részvény	4
Tartalékok	10
Kötvény	10
Szállítók	6
Összesen	50

Az ingatlan jelenlegi bérleti díja évi 1,5 milliárd Ft. Ezt el lehet adni egy pénzügyi intézménynek 8%-os hozamot kínálva a tulajdonosnak. A vállalat befektetéseinek értéke 7,5 milliárd forint. 1 milliárd rossz kintlévősége van a vállalatnak. A felvásárló beleegyezett, hogy a kötvényeket 75%-os áron megveszi. Az előrejelzett pénzáram 100 millió forint.

Eredménykimutatás

Szokásos vállalkozói eredmény	6
Pénzügyi tevékenység eredménye	-1
Adózás előtti nyereség	5
Adó	-2
Adózás utáni nyereség	3
Osztalék elsőbbségi részvény után	0.2
Osztalék törzsrészvény után	1
Mérleg szerinti eredmény	1.8

Vállalat neve	Piaci ár/részvény	P/E hányad	Nettó osztalék	Nettó osztalékhozam
X	3,5	11,3	0,12	3,5
Y	1,25	8,2	0,04	2,7

BEKEBELEZÉS ELLEN ALKALMAZOTT ESZKÖZÖK

- Osztalék növelése
- Részvény opció felajánlása
- Részvény kibocsátása egy korábban végrehajtott bekebelezés ürügyén
- A “fehér lovag”-hoz fordulás

Spark Plc. egy ipari vállalat, amit a tőzsdén jegyeznek. Hogy a csoport nagyságát növeljék, a vállalat elhatározta, hogy megfelelő célvállalatokat keres. A múltban nyereséget csinált ezzel egyrészt a vállalat eszközeinek a csoportba integrálásával, másrészt a bekebelezett vállalatok olyan eszközeinek eladásával, melyeknek értéke nagyobb volt mint a vásárlási ár.

A vállalat jelenleg Plug Plc szemelte ki, akinek papírjai a nem jegyzett tőkepiacon forognak. Részvényt cserélni szeretne tenni erre a vállalatra. A két vállalattal kapcsolatos fontosabb információk a következők:

Megnevezés	Spark Plc	Plug Plc
Részvények szám	60 millió	10 millió
Átlagos adózás utáni eredmény	15 millió	1,2 millió
Átlagos részvényár	375 p	1.8 p
Áttétel	140%	24%
Nettó eszközfedezet	53%	84%
Osztalékhozam	4,6%	5,8%

Feladat:

A) A fenti információkon alapulva jellemezze Spark azon javaslatát, hogy 12 Spark részvényért venne 25 Plug részvényt.

Az igazgatótanács mélyebb képet szeretne kapni és a következőket állapította meg a Plug bekebelezésével kapcsolatban:

Mivel a Plug hasonló üzletágban van, mint a Piston, aki a csoport tagja, átszervezéssel és racionalizálással megtakarítás érhető el, amelynek összege 0,4 millió font adózás után.

A többlet ingatlanok eladása 1,2 millió adózás utáni nyereséget fog hozni a következő év végén.

A racionalizálási költségek 1 millió £-ba kerülnek, amit azonnal kell kifizetni.

B) Számolja ki a maximális csereárfolyamot, amit a Spark ajánlhat a Plug-ért, anélkül, hogy a Spark jelenlegi részvényeseinek vagyona csökkenne. (Az adózás utáni tőkeköltés 13%, és Spark részvényeinek értéke 3,75£)

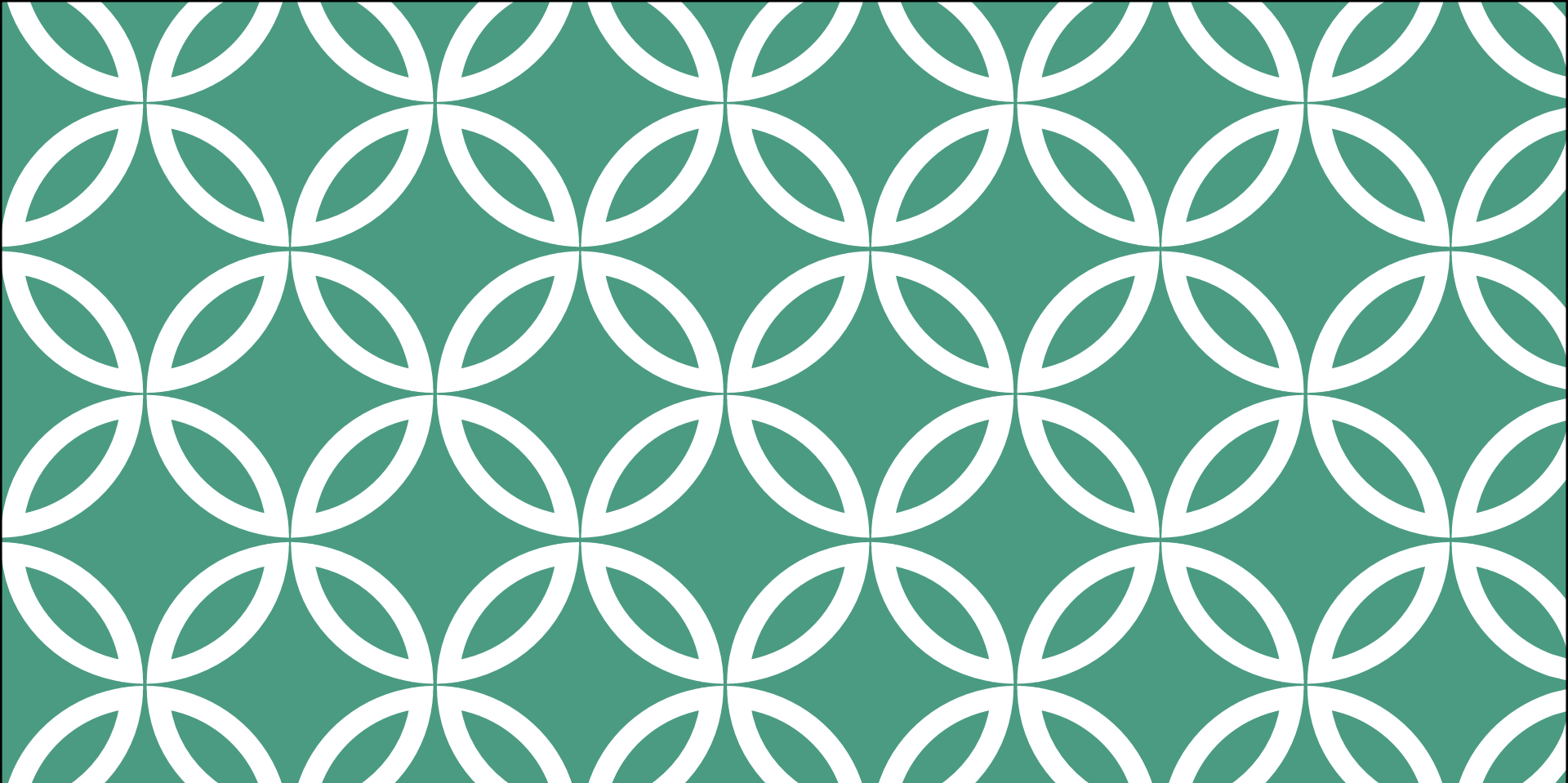
Raider Plc egy jegyzett vállalat az Ark Plc részvényeinek megszerzését tervezi, amelyet a nemjegyzett vállalatok piacán jegyeznek. A Raider képviselőinek megkeresését az Ark igazgatói azonnal elutasították. Az Ark igazgatói semmilyen körülmények között nem ajánlanák a bekebelezést a részvénytulajdonosoknak. A Raider tanácsadói a következő információkkal látták el a vállalatot:

Megnevezés	Raider Plc	Ark Plc
P/E hányados	15	10
Kibocsátott részvények száma	20 millió	4 millió
Adózás utáni eredmény	3 millió	800 ezer
Osztalék	1 millió	400 ezer
Várható növekedési ráta	8%	5%

A bekebelezés után a tanácsadók azt jósolják, hogy Ark évi 6%-al tudja növelni nyereségét, ha 500 ezer £ azonnali befektetést kap az átszervezés után. Raider azt tervezi, hogy az 500 ezer £-t elsőbbségi részvénykibocsátással szerzi meg, mielőtt bejelentené ajánlatát az Ark megvásárlására. Hatékony tőkepiacokat tételezzünk fel.

Feladat:

- a) Becsülje meg Ark Plc értékét Raider számára és határozza meg azt a maximális értéket amit Raider fizethet az Ark részvényeiért.
- B) Tételezzük fel, hogy részvénycsere formájában fog történni a bekebelezés. Határozza meg a minimális és a maximális részvényárat, amit Raider-ért kell felajánlani és becsülje meg Raider részvényárat a bekebelezés után.



VÁLLALATOK
FINANSZÍROZÁSI
TÉRKÉPE



MI A HITEL?

- A hitel (a legáltalánosabb definícióval élve) nem más, mint pénzeszközök ideiglenes átengedése kamatfizetés ellenében, melynek során a szolgáltatás és az ellenszolgáltatás időben elválnak egymástól.

MI A HITEL SZEREPE A GAZDASÁGI ÉLETBEN?

- 1. A gazdasági szereplők bevételei és kiadásai (pénzáramai) időben eltérnek egymástól.
- 2. Hitel nélkül a gazdálkodók folyamatos termelése nem lenne biztosított:
 - a.) a magas készpénzállomány visszavetné a jövedelmezőséget.
 - b.) a beruházások elhalasztása a technikai haladásnak szabna gátat.
- 3. A betétesek szempontjából:
 - a.) a hitelkamat és jutalékbevételek → banki bevételek
 - b.) a betétek kamata csökken → csökken a megtakarítási kedv

A HITELEK EGY LEHETSÉGES CSOPORTOSÍTÁSA

- Fedezet szerint;
- Lejárat szerint;
- Technikai forma szerint;
- Döntési szint szerint;
- Kamatláb szerint;
- Devizanem szerint;
- Ágazat szerint;
- Hitelcél szerint;
- Hitelfelvevő szerint.

1. FEDEZET SZERINT

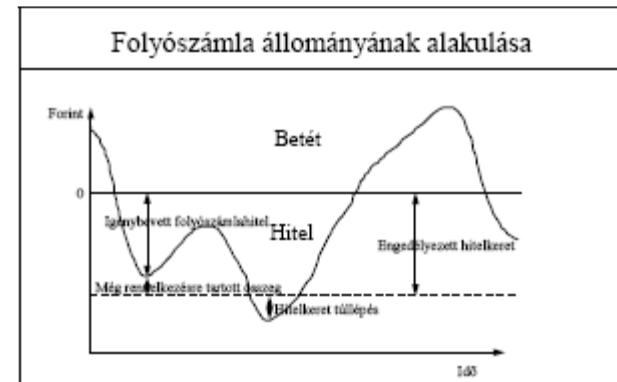
I. Személyi hitelek	II. Reálhitelek
a.) Biankó hitelek	a.) Lombardhitelek
b.) Kezeshitelek	b.) Cessziós hitelek
c.) Váltó leszámítolási hitelek	c.) Jelzálog hitelek

2. LEJÁRAT SZERINT

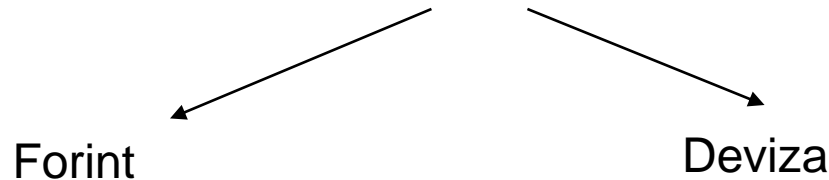
- a.) Rövid táv: ez 1 évnél rövidebb futamidő;
- b.) Közép táv: ez 1-5 év közötti futamidő;
- c.) Hosszú lejárat: 5 évnél hosszabb futamidő.

3. TECHNIKAI FORMA SZERINT

- a.) Folyószámlahitelt;
- b.) Rullírozó hitelt;
- c.) Készenléti hitelt;
- d.) Eseti hitelt.



4. DEVIZANEM SZERINT



1. Olyan hitel, amelynek összegét nem forintban, hanem valamely más pénznemben határozzák meg.

2. Alkalmazott árfolyamok:

- folyósításkor: deviza vételi
- törlesztéskor: deviza eladási

3. Vételi árfolyam < Eladási árfolyam

4. Vételi árfolyam – eladási árfolyam
= *árfolyam rés*

5. Konverziós díj

A DEVIZAHITELEK BUKTATÓI

- 1. Devizahiteleknél a tőketörlesztés és kamatfizetés nagysága is változhat.
- 2. Az adott deviza kamatának függvényében gyakrabban változhat a kamatláb. Ez egy hosszabb lejáratú hitelnél a törlesztő részlet jelentősebb növekedését is okozhatja.
- 3. Az árfolyamgyengülés mértékével azonos arányban növekszik a havi törlesztő részlet forintban kifejezett nagysága.
- 4. A devizahitelek kamatai a külföldi kamatok ingadozása miatt is változhatnak.

6. ÁGAZAT SZERINTI CSOPORTOSÍTÁS

- ipari;
- mezőgazdasági;
- szolgáltató;
- kereskedelmi;
- állami;
- lakossági.

7. HITELCÉL SZERINT

- a.) beruházási hitelek;
- b.) tartós forgóeszköz finanszírozási hitelek;
- c.) átmeneti forgóeszköz hitelek.

8. HITELFELVEVŐK SZERINT

1. Lakossági;
2. Vállalati;
3. Költségvetési;
4. Bankközi.

Hiteltípus	Mire?	Mennyit?	Mennyi időre?	Miben? (Ft vagy deviza)	Megjegyzés
Áruhitel	áruvásárlás	20 ezer–1 millió között	1–2 év	forint	Havi fix jövedelem szükséges.
Gépjárműhitel	gépjármű- vásárlás	500 ezer–20 millió között	1–10 év	forint euro svájc frank	A hitel felvételéhez önerő szükséges, a hitel fedezete a gépjármű.
Lakáshitel	lakásvásárlás-, felújítás	1–40 millió között	1–35 év		A hitel fedezete az ingatlan, melynek becsült értéke alapján a hitel maximumát a bank határozza meg.
Szabad felhasználású jelzáloghitel			1–20 év		
Folyószámla- hitel	szabadon felhasználható	20–500 ezer Ft között (havi fix jövedelem 100–200%-a)	1 év	forint	Bankszámlára utalt fix jövedelem szükséges.
Személyi hitel		100 ezer–5 millió között	1–5 év	forint euro svájc frank	Havi fix jövedelem szükséges, életbiztosítás kötését a bank előírja.
Hitelkártya		50 ezer–1 millió között	1–3 év (hitelkártya érvényességi ideje)	forint euro USA-dollár	Havi fix jövedelem szükséges. A hitelkeret kamatmentesen max. 40 napig használható.

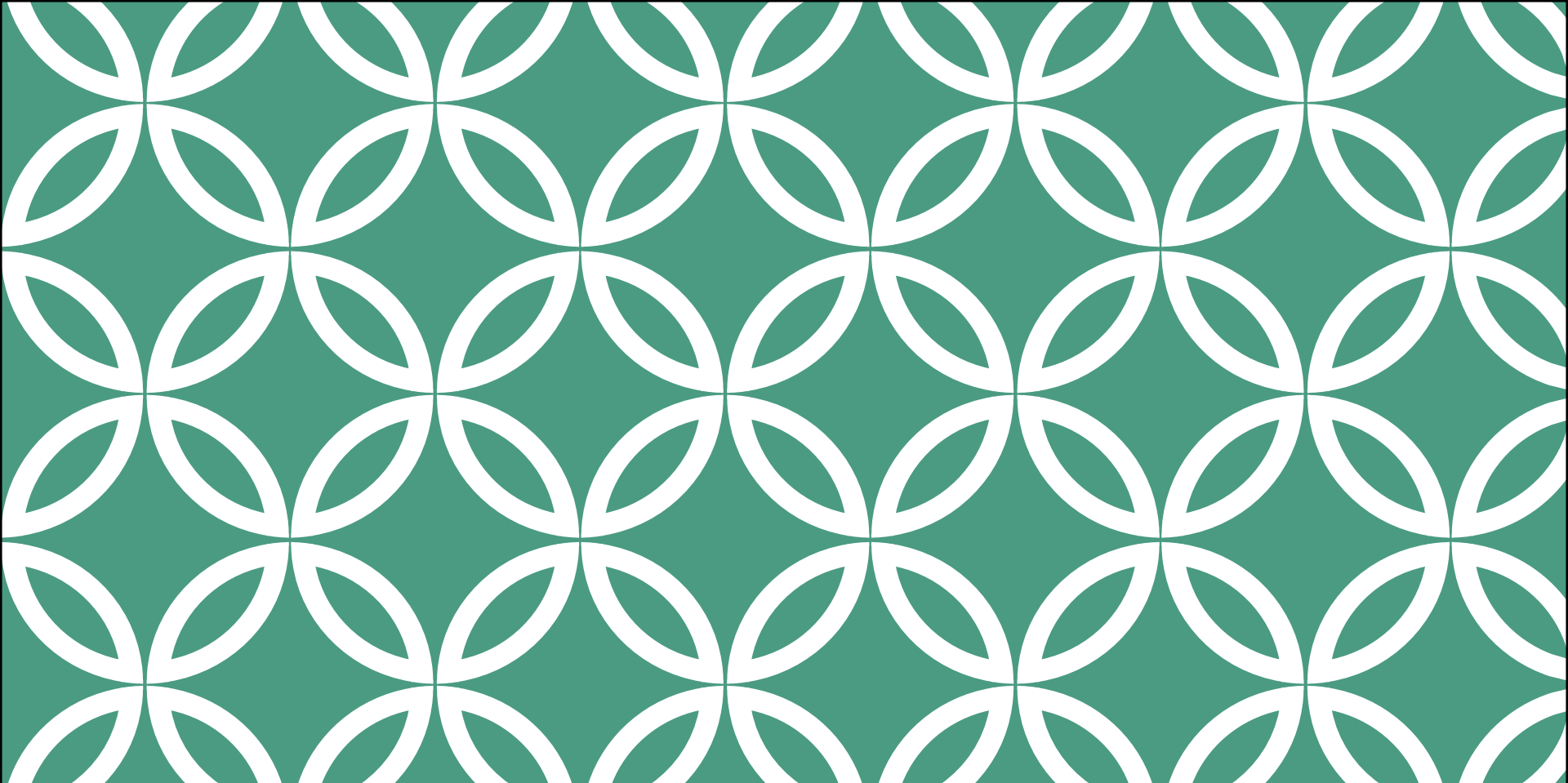
9. KAMATOZÁS SZERINT

1. Fix kamatozású;
2. Változó kamatozású;
3. Diszkont kamatozású.

- A hitel ára a kamat!

VÁLLALATFINANSZÍROZÓ ÉS PROJECTHITEL ÖSSZEHASONLÍTÁSA

Szempon	Project- hitel	Vállalatfin. hitel
Lejár	közép és hosszú	rövid
Hitelcél	befektett eszköz	forgóeszköz
Direkt fedezet	pénzáram	árbevétel
Technikai forma	készenléti (stand-by)	folyószámla, rulírozó gördülő, eseti



HITELEZÉS MENETE



HITELEZÉS MENETE

1. Hitelkérelem benyújtása
2. Információgyűjtés
3. Hitelbírálat (Adósminősítés)
4. Cenzúra előterjesztés
5. Cenzúra Bizottsági döntéshozatal
6. Hitelszerződés elkészítése
7. Last control
8. Folyósítás
9. Monitoring

Hitelkérelem

- Pályázó bemutatása
 - alapítás
 - termékszerkezet
 - jogi helyzet
 - foglalkoztatottak
 - értékesítés és megoszlása
 - szállítók jellemzése
 - versenytársak jellemzése
 - pénzügyi kimutatások
- Hitel célja
 - Mire költjük a pénzt?
- Hitelcél megtérülése
 - IRR elemzés
 - jövőbeni mérleg, eredménykimutatás, pénzáram
 - programmal kapcsolatos kockázatok
 - visszafizetés ütemezése
- Fedezetek

A HITELKÉRELEMHEZ CSATOLANDÓ DOKUMENTUMOK LISTÁJA

- Társasági szerződés
- Aktuális cégkivonat
- Szervezeti ábra a cégről, illetve a cégcsoportról
- A legutolsó 3 lezárt év éves beszámolója, könyvvizsgálói záradéka és kiegészítő melléklete
- Az utolsó negyedévi mérleg és eredménykimutatás
- Az anyavállalat legfrissebb éves beszámolója
- A felajánlott biztosítékok dokumentumai (3 hónapnál nem régebbi): tulajdoni lap, értékbecslés és a közjegyzői tanúsítvány a bejegyzett ingózálogjogokról
- Eredménykimutatás- és mérlegterv a hitel futamidejére
- Üzleti terv
- Megvalósíthatósági tanulmány (ha készült)
- Igazolás a köztartozásokról (APEH, TB, VPOP)

HITELBÍRÁLAT INFORMÁCIÓFORRÁSAI

- Külső információforrások

- Vállalati mérlegbeszámoló
- Újságcikkek, médiahírek
- Céglözlöny adatai
- Cégbírósági információk
- Földhivatali bejegyzések
- Bankinformációk
- Vevői, szállítói, tulajdonosi nyilatkozatok

- Belső információforrások

- Üzemlátogatás
- Banki forgalmi, ügyfél adatok
- Személyes benyomások

HITELBÍRÁLAT SZEMPONTJAI

- Pályázó jelleme (Character)
- Vállalat hitel-visszafizetési képessége (Capacity)
- A vállalat saját vagyona (Capital)
- A hitel fedezete (Collateral)
- A vállalat gazdálkodásának körülményei (Conditions)

LEGGYAKRABBAN HASZNÁLT MUTATÓSZÁMOK

$$\text{Likviditási mutató} = \frac{\text{Forgóeszközök}}{\text{Röv.lej. kötelezettségek}}$$

$$\text{Adósságszolgálati mutató} = \frac{\text{Adózott eredmény} + \text{Amortizáció} + \text{H.lej. hit.kam}}{\text{Hosszú lej. hitelek éves adósságszolgálat}} =$$

$$\text{Tőkeáttételi mutató} = \frac{\text{Idegen tőke}}{\text{Saját tőke}}$$

$$\text{Cash - flow ráta} = \frac{\text{Adózott eredmény} + \text{Amortizáció}}{\text{Árbevétel}}$$

$$\text{Kamatfedezet} = \frac{\text{Üzemi eredmény} + \text{Amortizáció} + \text{Kamatbev.}}{\text{Kamatkiadás}}$$

SZUBJEKTÍV MINŐSÍTÉSI SZEMPONTOK

- I. Piacképesség
 - A. termékszerkezet
 - B. termékek színvonala
 - C. versenyhelyzet
 - D. vevők - idegen, külföldi
 - E. szállítók
 - F. piaci kilátások
- II. Termelés
 - A. földrajzi elhelyezkedés
 - B. készletgazdálkodás
 - C. anyagi eszközök színvonala
 - D. munkások minősége (fluktuáció, szakértelem, motiváció)
- III. Management
 - A. egyszemélyes tulajdon
 - B. info rendszer
 - C. felső vezetés rátermettsége
- IV. Iparág helyzete
 - A. ciklus hosszúsága
 - B. konkrét helyzet
- V. Bankkapcsolatok
 - A. fizetési fegyelem
 - B. kapcsolat hosszúsága

CENZÚRA-ELŐTERJESZTÉS TARTALMI ELEMEI

- Vállalkozó hitelképességének elemzése (adósminősítés)
- Konkrét hitelcél leírása
- Kért hitel futamideje, törlesztései
- Hitelek közvetlen fedezete
- Hitelek közvetett fedezete (biztosítékok)
- Múltbeli tapasztalatok
- Következtetés (Javasolt hitelfeltételek)
- Speciális monitoring (ha szükséges)

KOCKÁZATKEZELŐ

- Feladat: A hitel kockázatának ellenőrzése, a hitelportfólió minőségének megőrzése
- Státusz: Elbírálótól független
- Módszer: Elsősorban a pénzügyi beszámolók és a hitelkérelem ellenőrzése
- Véleményét a cenzúra-előterjesztéshez csatolják

HITELFELTÉTELEK

- Hitelcél
- Hitelösszeg – folyósítás ütemezése
- Kamatláb, egyéb díjak, jutalékok
- Türelmi idő
- Futamidő – törlesztés időpontjai
- Biztosítékok

BANKI FEDEZETEK

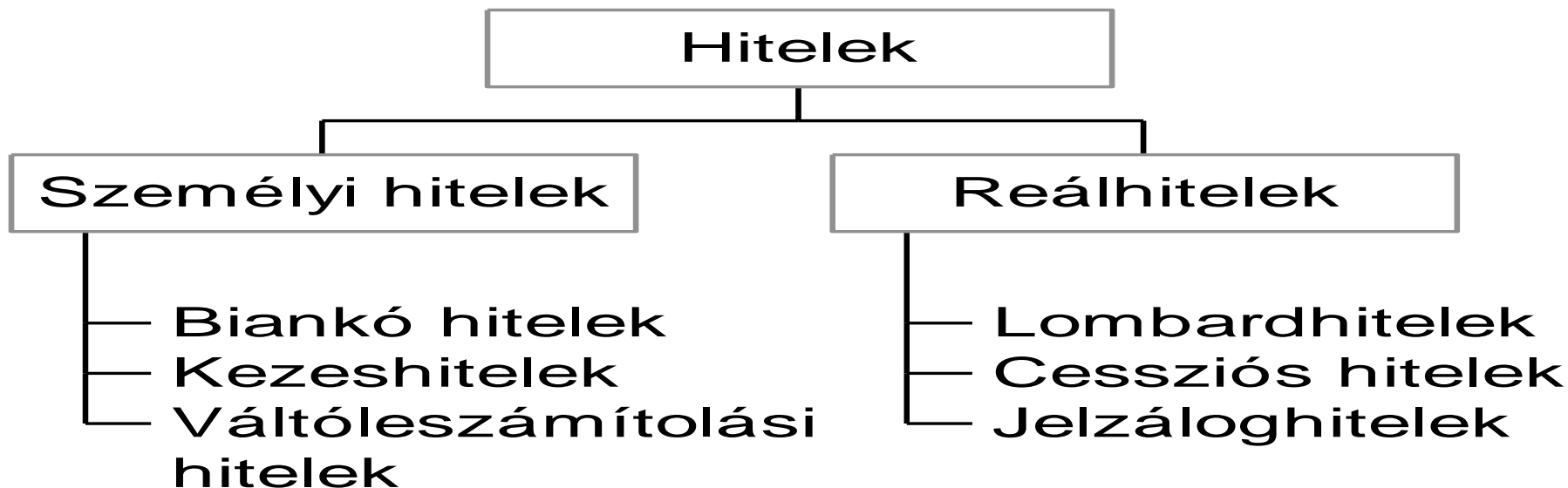
- Személyi biztosítékok

- egyszerű kezesség
- készfizető kezesség
- egyszerű és készfizető garancia

- Tárgyi biztosítékok

- zálogjog
 - jelzálog
 - kézzzálog
 - zálogjog vagyontárgyon
- Óvadék
- Árbevétel engedményezés

A pénzüintézetek által nyújtott hitelek felajánlott fedezet szerint

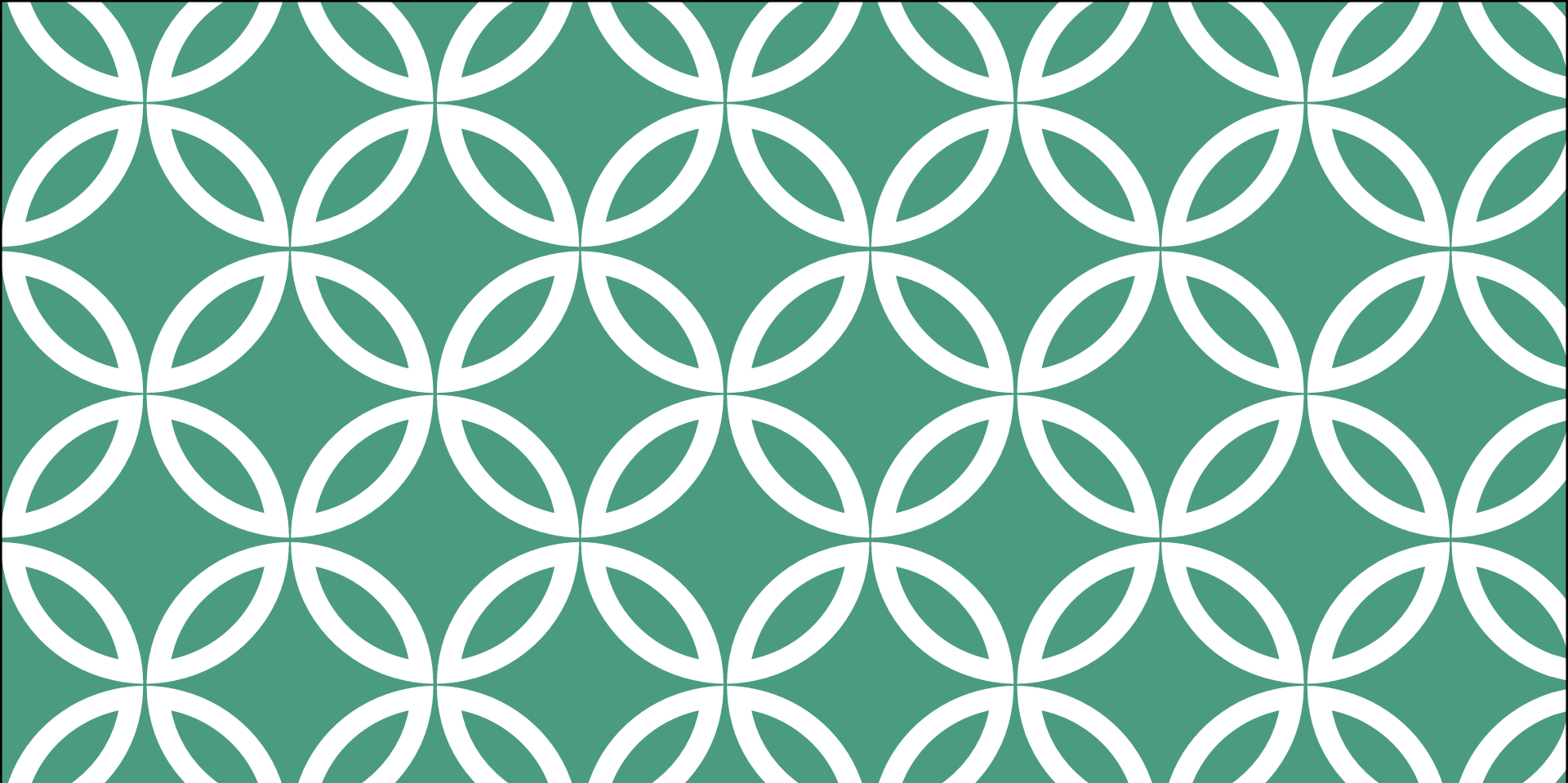


LAST CONTROL

- Hitelszerződés – cenzúrahatórozot egyeztetése
- Biztosítékok
- (Projektszerződések)
- (Saját erő – letéti számlán)
- Hitelszámla nyitás
- Folyószámla-szám ellenőrzése

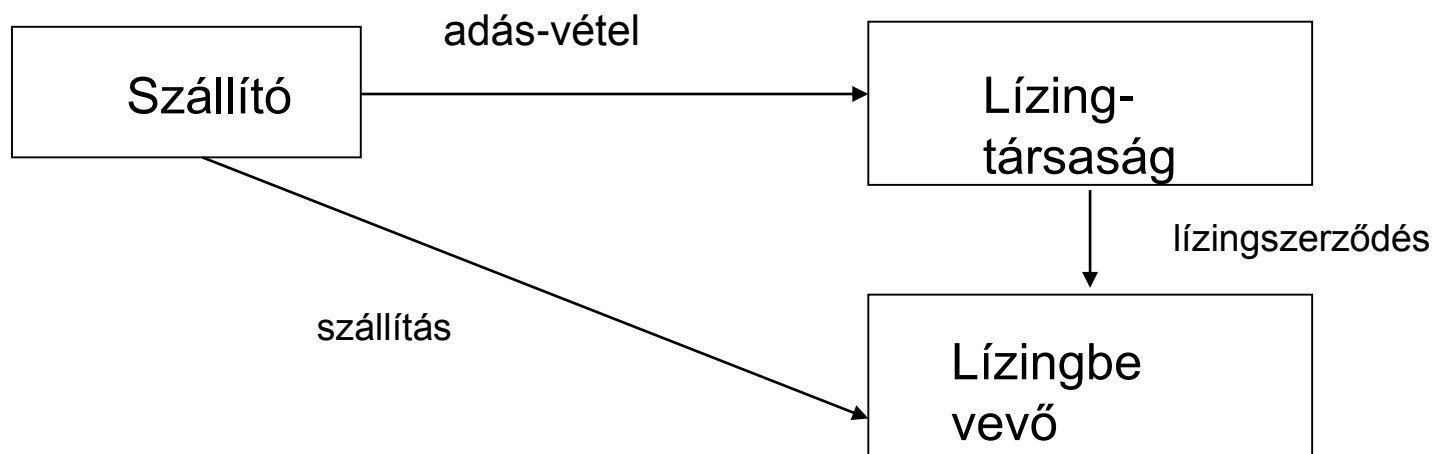
MONITORING


- Hitelezési dosszié karbantartása
 - Hitelkérelem
 - Cenzúra-előterjesztés
 - Hitelszerződés
 - Biztosítékok adatai
 - Folyósítás és adósságszolgálat adatai
 - Adósminősítések adatai
 - Személyes megkeresések tapasztalatai
 - Esetleges értékvesztés
- Negyedéves adósminősítés
- Beszedés



FAKTORING,
FORFÉTING, LÍZING |

A LÍZING DEFINIÁLÁSA



 A lízing olyan bérbevételi, illetve bérbeadási tevékenység (általában három szereplős ügylet), amelynek során a bérlő valamely termelőeszközt a lízingtársaságtól használat céljára, előre meghatározott időtartamra bérbe vesz. A lízingbe vevő rendszeres, a szerződésben előírt lízingdíj fizetésére kötelezett.

A LÍZING FAJTÁI

1. Pénzügyi lízing;
2. Operatív lízing;
3. Szerviz lízing;
4. Visszlízing.

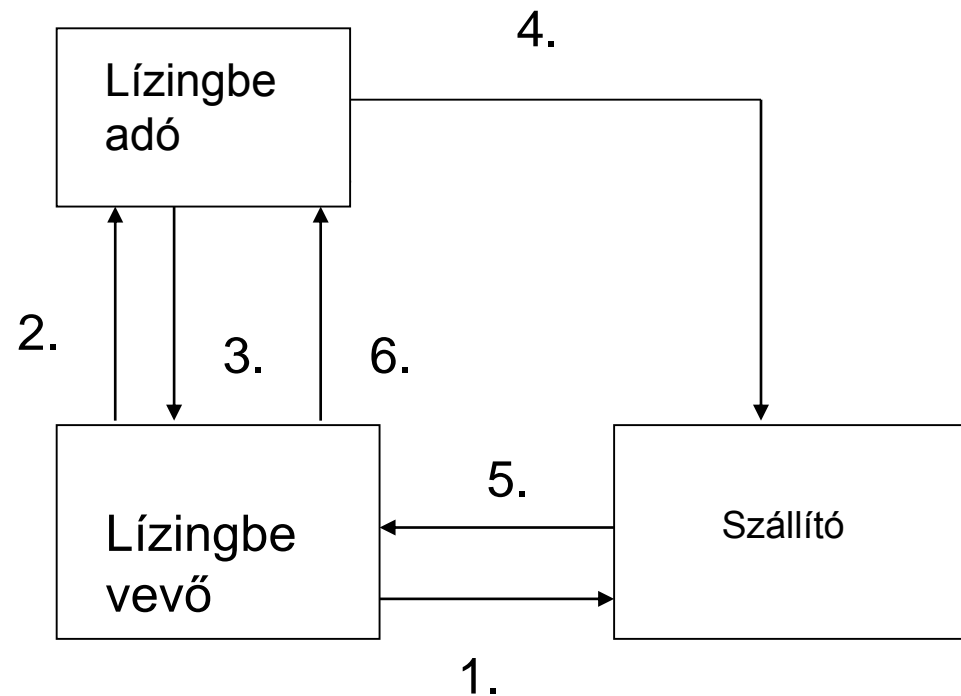
A PÉNZÜGYI LÍZING

A lízingbe vett eszköz a szerződés lejáratakor maradványértéken (vagy a nélkül) átmegy a lízingbe vevő vállalat tulajdonába;

A lízingdíjban térül meg a lízingtársaság összes költsége;

A lízingtársaság felméri a lízingbe vevő hitelképességét;

Kérdés: a vállalat a lízingelt eszközt is munkába állítva, képes lesz-e a lízingdíjat kitermelní?



OPERATÍV LÍZING

- Rövid lejáratú bérleti szerződés;
- A gép fizikai és közgazdasági élettartamánál rövidebb időre szól;
- A gép a használati idő alatt nem amoritválódik el. (Pl. autókölcsönzés, padlószőnyeg tisztító gép kölcsönzése);
- A lízingtársaság költségei több egymást követő lízingügylet során térülnek meg;
- A lízingtársaságok nagyobb kockázatot vállalnak.

SZERVIZ LÍZING

- Ez a konstrukció nem egy új lízingfajta, hanem egy szerviz szolgáltatással kibővített lehetőség. (pl. telefonközpont lízingbe adása karbantartással).
- Lehet pénzügyi vagy operatív lízing, melyhez kapcsolódik a szerviz.
- A fizetendő lízingdíj mértéke attól függ, hogy mennyire széles körű szervízszerelést vállal a lízingtársaság.

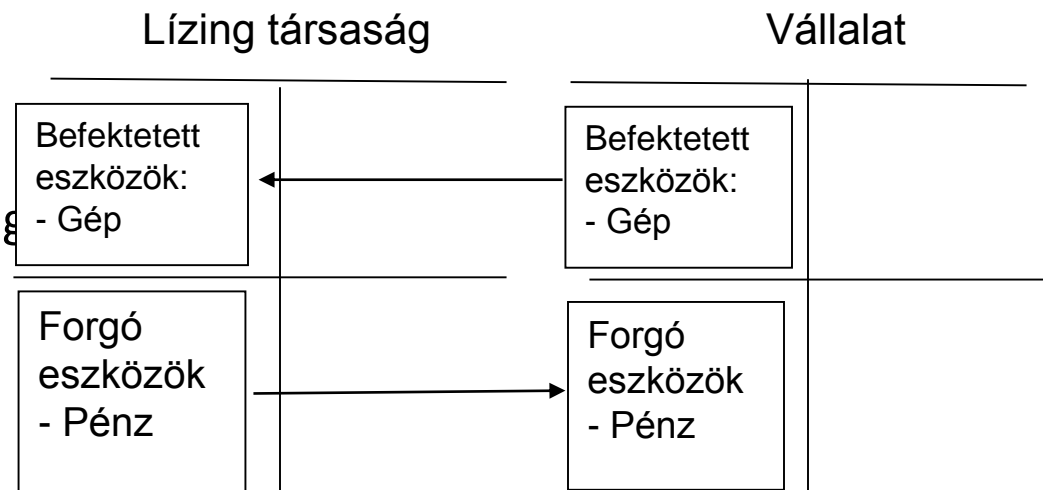
VISSZLÍZING (SALE AND LEASE BACK)

A vállalatok a saját befektetett eszközeiket eladják a lízingtársaságnak, majd azonnal visszalízingelik;

Ez a lízing ügylet két szereplős;

A visszlízing mindig pénzügyi lízing

A finanszírozási gondokkal küzdő vállalat számára előnyös.



A HITEL ÉS A LÍZING ÖSSZEHASONLÍTÁSA

Jellemző	Hitel	Lízing
1. Működési metódusa	Megelőlegezi a vállalatnak a javak beszerzéséhez szükséges pénzeszközt, amit egy későbbi időpontokban kell törleszteni.	
2. A szerződés felmondása a bérelt eszköz megrongálódása esetén	A vállalat a szerződést nem mondhatja fel, ha a gép vagy berendezés tönkremegy. Ebben az esetben is törleszteni / fizetni kell.	
3. Haszon	A kamat.	A lízingdíjnak a gépért kifizetett összeg feletti része.
4. Tulajdonjog	A hitelfelvevőé.	A lízingbe adóé.
5. Nemfizetés	Jogi eljárás útján indítható igényérvényesítés a hitelszerződés felmondását követően.	A gépet a lízingbe adó jogi eljárás nélkül visszaveheti, a lízingdíjat nem kell visszaszolgáltatni.
6. Kockázatvállalás	Kisebb	A lízingbe vevőé nagyobb, mint a lízingbe adóé.
7. Finanszírozás mértéke	Saját erő + hitel	100%-os finanszírozás is lehetséges
8. Adózás	Az adózás utáni pénzáramból kell kitermelni hitelt és kamatait.	A lízing bizonyos korlátok között költségként elszámolható.

A FAKTORING DEFINIÁLÁSA

A faktoring egy pénzügyi szolgáltatás, amelyben az áru eladója rövid lejáratú hitel-eladásainak ellenértékét (könyv szerinti követeléseit) átruházza a faktorra, aki garantálja annak behajtását az adóstól (vevő) és magára vállalja a behajtás sikertelenségének kockázatát is.

A faktoring keretében a faktor a következő szolgáltatásokat nyújtja ügyfelének:

- a.) átvállalja a hitelezési kockázatot;
- b.) finanszírozást nyújt az eladónak;
- c.) elvégzi az adminisztrációs teendőket.

Visszkereseti faktorálás



A faktor a vevő kockázatát semmilyen mértékben sem vállalja.



Faktor: pay as paid, vagyis „fizeti ha már fizettek”

(A faktor nem fizeti ki a számlát az eladónak mindaddig, amíg azt a vevőtől be nem szedte.)

Ha a faktor előre fizet



A kikötés (visszkereset)



Ha a vevő nem / részben fizet, az eladó köteles a követelés teljes összegét, illetve a különbözetet a faktornak megfizetni!

Visszkereset nélküli faktoring



Faktor: a szerződés szerinti összeget mindenképpen kifizeti.

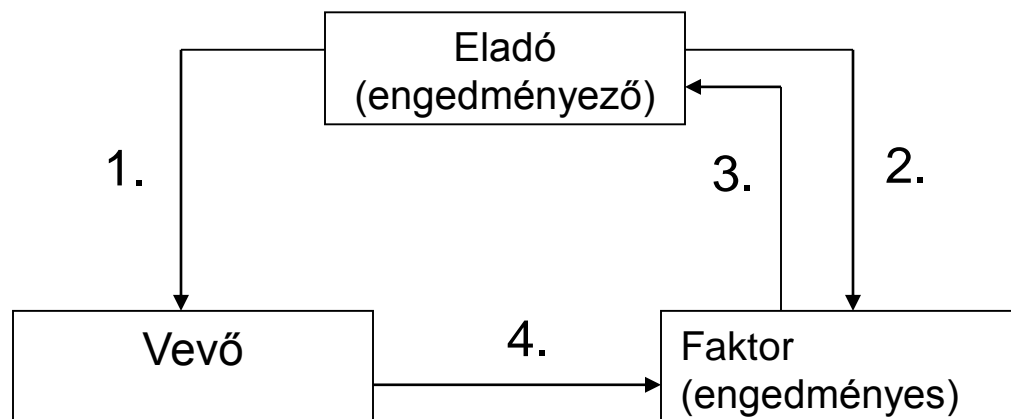
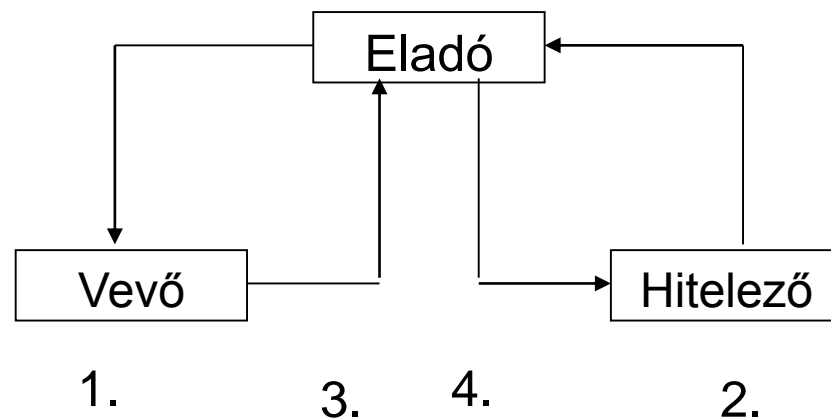
A faktor megvizsgálja a vevő fizetőképességét és csak azután dönt a factorszerződés megkötéséről.

2. FINANSZÍROZÁSI FUNKCIÓ

A faktor a faktorálandó számlák ellenértékét a követelés esedékessége előtt megelőlegezi az eladónak;

A számla ellenértékének 90%-ig;

A faktorálás során a faktornak (banknak) a vevőket kell bevizsgálnia, a vevők kockázatát viseli .



3. Adminisztratív funkció

alap faktoring;

a faktor vezeti az ügyfele adósnyilvántartását, előjegyzi a fizetések esedékességét, elküldi az inkasszókat, felszólítja a hátralékos adósokat, gondoskodik a hátralékok behajtásáról.

Nemzetközi faktorálás

Az **exportkövetelések** faktorálása;

A negyedik szereplő, az ún. importfaktor, aki az importőr ország területén működő faktorintézet.

Az **importfaktor** az igazi faktor, aki a vevő fizetőképességét vizsgálja, behajtja a követelést és vállalja a nemfizetés kockázatát.

Az **exportfaktor** a követelést tovább engedményezi az importfaktorra, aki az importőrnek fizet.

Az importőr a faktorálásba semleges szerepet játszik, rá többletköltség a faktorálás miatt nem hárul.

FORFETING

Egy későbbi időpontban esedékes, többnyire gépek és beruházási termékek szállításából és/vagy a beruházásokhoz kapcsolódó szolgáltatások nyújtásából adódó közép-, illetve hosszú lejáratú követeléssorozatok visszkereset nélküli megvásárlása.

Jellemző	Factoring	Forfeting
Lejárat	Rövidebb lejárat (< mint 180 nap)	Közép és hosszú lejárat (> mint 180 nap)
Kockázat	Csak az adós gazdálkodásából eredő kockázatot ismeri / ismerheti el.	A forfetőr visszkereset nélkül finanszírozza meg az eladót, így ezzel a követelésből eredő összes kockázatot átvállalja.
Szolgáltatás	Számos szolgáltatás kombinálható általa.	Kizárólag követelés megvásárlást jelent.

TARTOZÁSÁTVÁLLALÁS

- Rövid lejáratú kereskedelemfinanszírozó eszköz.
- Ebben az esetben nem a szállító, hanem a vevő számlavezető bankja vásárolja meg a követelést, vállalja át a vevő tartozását a szállítóval szemben. A bank a vevő helyett fizeti ki az árut.
- A bankok ekkor szorosabban akarják ellenőrizni azt, hogy ügyfeleik mire költik a pénzüket.
- Ha a bank és az adós közötti bizalom gyengül.

VÁLTÓ

- A váltó a kereskedelemben fontos szerepet játszó, a törvényben meghatározott, szigorú alakiséghez kötött értékpapírfajta.
- Rövid lejáratú hiteleszköz és fizetési eszköz egyben:
- a kereskedelmi hitel értékpapír formája és ennyiben hiteleszköz,
- forgatásakor fizetési eszközként funkcionál.

Saját váltó

A kibocsátó fizetési ígérete: „Fizetek én e váltó alapján 20.. év ... hó.... napon, „Z” összeget, „XY” rendeletére” szöveget tartalmazza.

A kibocsátó egyben a kötelezett is, aki a fizetést teljesíti,

A rendelvényes a kedvezményezett, akinek a rendelete szerint kell a fizetési kötelezettséget teljesíteni.

Idegen váltó

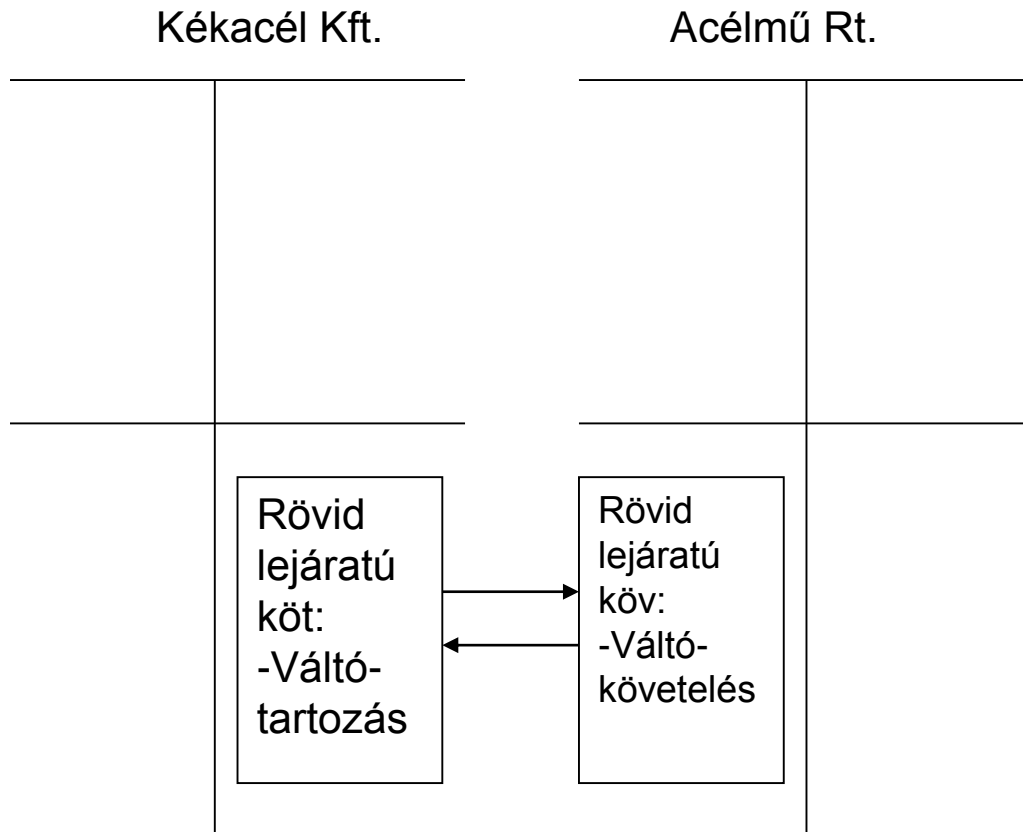
A kibocsátó a váltó kiállítója.

A címzett (a kötelezett), aki fizet a rendelvényesnek.

A rendelvényes, (kedvezményezett) akinek a részére fizetnie kell a címzettnek.

„Fizessen Ön e váltó alapján 20... év hó napon „Z” összeget, „XY” rendeletére.”

A váltó, mint hiteleszköz



A váltó, mint fizetési eszköz

A rendelvényes (kedvezményezett) *forгатással* átruházhatja a követelését, ezáltal fizetést teljesítve a neki árut szállítók felé.

A forгатással megjelölt új kedvezményezett a *forгатmányos*. Ő kapja meg lejáratkor a váltóban szereplő összeget.

Egy váltón több forгатmányos is szerepelhet. Mindig az utolsónak feltüntetett részére történik a kifizetés.

A VÁLTÓ ÉS A KOCKÁZAT

- A váltóforgalom szabályozását a váltótörvények oldják meg (1930-as genfi nemzetközi váltóegyezmény);
- Egyetemleges felelősség intézménye;
- Megtérítési igény → visszkereseti jog;
- Gyorsított bírósági eljárás;
- Váltóperes eljárás → óvatolás;
- Váltókezesi nyilatkozat → avizált váltó