

SZAKDOLGOZAT

Molnár-Pintér Adrienne

2024



Magyar Agrár- és Élettudományi Egyetem
Budai Campus
Vidékfejlesztés és Fenntartható Gazdaság Intézet
Pénzügy-Számvitel alapképzési szak

Az UniCredit Bank Hungary Zrt. vállalatértékelése

Belső konzulens:	Dr. Szőke Brigitta Egyetemi adjunktus
Belső konzulens intézete/tanszéke:	Vidékfejlesztés és Fenntartható Gazdasági Intézet/Befektetési, Pénzügyi és Számviteli Tanszék
Külső konzulens:	Láng András Kockázatkezelési Csapatvezető
Készítette:	Molnár-Pintér Adrienne

Budapest
2024

TARTALOMJEGYZÉK

1. BEVEZETŐ.....	3
2. A BANKRENDSZER KIALAKULÁSA	4
2.1. A magyar bankrendszer alakulása és felépítése.....	6
2.2. Kereskedelmi bankok és azok funkciói	7
3. AZ UNICREDIT BANK HUNGARY ZRT. BEMUTATÁSA	9
3.1. A bank szolgáltatásai	10
3.2. A bank múltbéli eredményei.....	11
4. SZEKTORÁGI ELEMZÉS.....	13
5. VÁLLATÉRTÉKELÉS.....	20
5.1. A vállalatértékelés kialakulása.....	20
5.2. Vállalati érték meghatározása.....	21
5.3. Vállalatértékelés jelentősége	23
5.4. Vállalatértékelés folyamata	23
5.5. Vállalatértékelés módszerei	25
6. DISZKONTÁLT CASH FLOW (DCF) ÉRTÉKELÉS.....	27
6.1. A DCF előnyei és hátrányai	27
6.2. Kiszámítása és komponensei:	28
6.3. DCF modellek típusa	28
6.3.1. FCF Modell.....	28
6.3.2. DDM Modell.....	29
6.3.3. ECF Modell.....	29
7. SAJÁTTŐKE KÖLTSÉG	31
7.1. CAPM kiszámítása	32
7.1.1. Kockázatmentes hozam	32
7.1.2. Béta (a befektetés relatív kockázata).....	33
7.1.3. Részvénykockázati prémium	34

8. PÉNZÁRAMOK	36
8.1. Értékelési nehézségek.....	36
8.1.1. Hitelállomány szerepe.....	36
8.1.2. Szabályozás szerepe.....	36
8.1.3 Újrabefeketés szerepe	37
8.1.4. Céltartalék képzés	37
8.2. A bankok DCF alapján történő értékelése	38
8.2.1.Osztalékdiskont modell	38
8.2.2. Többlethozamon alapuló modell.....	39
8.2.3. A saját tőkére jutó pénzáramlásokat diszkontáló modell	39
9. A NÖVEKEDÉSI ÜTEM MEGHATÁROZÁSA.....	41
9.1. Az Unicredit Bank Hungary Zrt. növekedési ütemének meghatározása	41
9.1.1. Kockázattal súlyozott eszközérték (RWA) előrejelzése.....	42
9.1.2. Tőkemegfelelési mutató	43
9.1.3. Szavatoló tőke	44
9.1.4. Saját tőke könyv szerinti értéke	44
9.1.5. Saját tőkearányos nyereség	44
9.1.6. Adózott eredmény	45
9.2. Az FCFE levezetése.....	45
10. MARADVÁNYÉRTÉK.....	48
11. ÉRZÉKENYSÉGVIZSGÁLAT	52
12. ÖSSZEFOGLALÁS	54
13. IRODALOMJEGYZÉK.....	55
14. ÁBRAJEGYZÉK.....	57
15. TÁBLÁZATJEGYZÉK	58

1. BEVEZETŐ

Korábbi munkatapasztalataim során volt szerencsém betekintést nyerni, mind a magyar és mind a külföldi tulajdonban lévő bankok helyzetébe. Ez idő alatt írta ki a Magyar Fejlesztési Bank a „Mikro-, kis- és középvállalkozások versenyképességének növelése célú Hitelprogramot” is, melyben csak magyar tulajdonú bankok vehettek részt. Meglátásom szerint ez nagyon megnehezítette a külföldi tulajdonú bankok versenyképességét vállalati ügyfélszerzés és megtartás oldalról is egyaránt. **A dolgozat megírása során a célom, hogy meghatározzam egy külföldi tulajdonba lévő bank belső értékét annak érdekében, hogy a vizsgálatok eredményeképpen, rámutathassak arra, hogy a magyar piaci kizorítások, más egyéb gazdasági nehézségek, vagy a versenyhátrány ellenére is megállja a helyét a bankszektorba.**

Dolgozatban bemutatom a bankrendszer alakulását, ezen belül röviden kitérek a magyar bankrendszer alakulásának főbb momentumaira, majd a kereskedelmi bankok fontosságára és azok funkcióira. Bemutatom az általam választott Bank szolgáltatásait és múltbéli eredményeit. A továbbiakban részletesen kifejtem a szektorági elemzés keretében a magyar bankszektor múltbéli teljesítményeit és ezáltal meghatározom az UniCredit Bank potenciális versenytársait. A dolgozatban kitérek továbbá az értékeléshez használható módszereket és azok elméleti hátterét. Ezt követi a gyakorlati rész, ahol a vállalat múltbéli teljesítményeit elemzem, különböző gazdasági mutatók, valamint statisztikai módszerek segítségével. Végezetül, meghatározom az UniCredit Bank sajáttőke költségét, elvégzem a pénzáramlások előrejelzését a diszkontált cash flow módszer segítségével és mindezek eredményeként kifejezem a cég belső értékét. A kapott belső értéken érzékenységvizsgálatot végzek, majd levonom a szükséges következtetéseket. A dolgozatot a 2024.09.22.-én rendelkezésemre álló adatok alapján készítettem. Az előrejelzés készítése során nominális adatokat használtam, melyek magyar Forintban álltak rendelkezésemre, az elemzés millió Forintban lett meghatározva.

2. A BANKRENDSZER KIALAKULÁSA

Érdemes elgondolkodni azon, hogy hova fejlődött a gazdaság, bankrendszer és a bankolás a történelem során a mai bankok kialakulásáig, ahol már az utaláshoz elegendő megkérni egy applikációt (Kate-t), hogy tegye meg helyettünk.

A kezdetekben az áruk értékének meghatározása, tárolása, megőrzése, valamint ezek szállítása is nehezen megoldható feladatnak bizonyult, amely a kereskedést nagy mértékben megnehezítette. Pontosan ezen nehézségek tették lehetővé a fém pénz megjelenését, mely hozzájárult a kereskedelem növekedéséhez és fejlődéséhez, viszont ez a folyamat előidézte az átválthatóság problematikáját, ami szintén megoldásra szorult. Az idők előrehaladtával az emberiség az előbb említett komplikációkra és az ez után következőkre is megtalálta a megoldást, így tudott fejlődni a gazdaság ezáltal lehetőséget adva a bankrendszer kialakulásának. Véleményem szerint ez az egyik legfontosabb része volt a történelmünknek gazdasági szempontból és befolyásolta a további fejlődésünket, mert a pénz megjelenése szükségszerűen megalapozta a bankok és a vele kapcsolatos szolgáltatási tevékenységek kialakulását.

Az úgynevezett „ősbankok” már az ókori Babiloni Birodalomban vagy a Görög történelemben léteztek ezzel lerakták a banki tevékenység kezdetleges alapjai, bár ekkor még csak nagyon kezdetleges értékőrzési funkciójuk volt. *„A királyi raktárházakat, illetve a templomokat számítják a legrégebb bankoknak.” (Katona, 2018, 18 p.)* Azért ezek az intézmények töltötték be ezt a szerepet akkoriban őrzött helynek számítottak. A bank elnevezés a genovai „banco” szóból származik, ami magyarul pénzváltót jelent. A kezdetleges bankok a tevékenységeik bővülésével pénzváltókká alakultak, melyek, különböző országok pénzeit azonosítani tudták. A pénzváltók kialakították a kapcsolataikat egymás között még a határokon túl is, ez biztonságossá tette a készpénzelhelyezést, így tudott létrejönni az intézményeknek egy újabb tevékenységi köre a betétgyűjtés. Ezeket az elhelyezett pénzüsségeket, kihelyezték hitelek formájában. A hitelek után kamatot számítottak fel, mely a kapott pénzüsszeg használati díját foglalta magában. A bankok az előbb említett tevékenységeknek köszönhetően jelentős jövedelemre tehettek szert, viszont a betét tulajdonosoknak ki kell fizetni a betét után járó kamatot. Ezért kamatrést vezettek be, melyben az volt meghatározva, hogy a hitelkamat mindenkor meg kell, hogy haladja a betéti kamat mértékét. Kialakult a verseny, minden banknak az volt a célja, hogy minél több forrást vonzzon be, hogy azt hitelként helyezhessék ki, a minél nagyobb mértékű profitmaximalizálásra törekedve. A fejlődés és a versengés

folymatódott, a 19. század második felében olyan bankok is megjelentek, amelyek nemcsak bankjegykibocsátással foglalkoztak, hanem tevékenységük kibővült és szakosodott. Ebben az időszakban számos különböző banktípus jött létre, mint például leszámítoló bankok, jelzálog-hitelbankok, lombard bankok, alapító bankok, földhitelintézetek stb. Mindezen eszmények szükségesek voltak ahhoz, hogy a bankrendszer ki tudjon alakulni.

„A bankrendszer felépítését tekintve lehet egyszintű vagy kétszintű.” (Katona, 2018, 18 p)

Az egyszintű bankrendszer esetében nem különülnek el a jegybanki, illetve a kereskedelmi banki funkciók mert a központi bank közvetlen kapcsolatban áll a gazdasági szereplőkkel, vezeti azok számláit, valamint hitelt biztosít számukra.

A kétszintű bankrendszer egy olyan pénzügyi rendszer, ahol a jegybank nem áll közvetlen kapcsolatba a gazdaság szereplőivel, mert a felső szinten a jegybank vagy központi bank található, míg az alsóbb szinten kereskedelmi bankok vagy szakosított pénzintézetek és pénzközvetítők (a későbbiekben az 1. ábra fogja szemléltetni). Ezen a szinten az MNB nem áll közvetlen kapcsolatban a gazdaság szereplőivel, ez a feladatot az előbbiekben megemlített alsóbb szinteken működő intézmények látják el. A jegybank feladata:

- bankjegy és érme kibocsátás,
- a kereskedelmi bankok, egyéb pénzintézetek és pénzközvetítők számláinak vezetése, likviditáshiány esetén hitelnyújtás,
- államkincstári számlák vezetése, állami költségvetés finanszírozása,
- devizatartalék kezelése,
- monetáris politika megvalósítása. (Katona, 2018)

Véleményem szerint mindkét bankrendszer típusnak megvan a maga előnye. Az egyszintű bankrendszer egyszerűbb és közvetlenebb, míg a kétszintű bankrendszer jobban differenciálja a feladatokat és felelősségeket a pénzintézetek között. A kétszintű bankrendszer előnye továbbá, hogy a jegybanknak nagyobb szerepe van a gazdaság makroszintű szabályozásában, miközben a kereskedelmi bankok segítenek a gazdaság alanyainak mindennapi pénzügyi szükségleteik kielégítésében.

Az idő előre haladtával a bankok nagyobb befolyáshoz jutottak, egyre több funkcióval bővült a tevékenységi körük, fejlődött az innovációjuk, a technológiájuk, a gazdaságban és a társadalomban betöltött szerepük stb., így tudott a mai modern bankrendszer kialakulni.

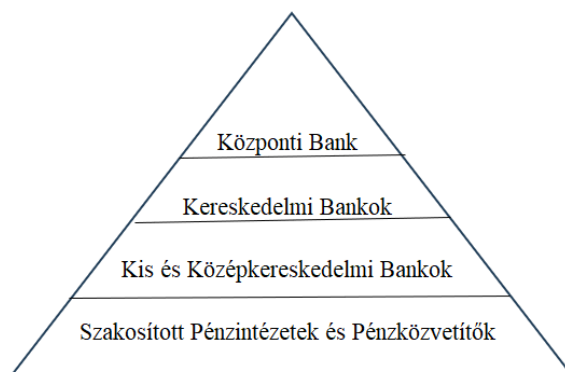
2.1. A magyar bankrendszer alakulása és felépítése

Ha visszatekintünk, a történelmünkben, 1921-ben az ország nem is rendelkezett önálló jegybankkal, hanem az osztrákokkal egy közös jegybank töltötte be ezt szerepet. 1924-ben hozták létre az MNB-t, azaz a Magyar Nemzeti Bankot, melyet különböző tevékenységi körök ellátásával ruháztak fel, mint például a bankjegy kibocsátás, valuták és devizák adásvétele, közraktári zálogjegyek leszámítolása stb. Az önálló magyar bankrendszer kialakulásának első mérföldköve a saját Jegybank volt, aztán 1945 után államosítani kezdték a bankokat, köztük az MNB-t is, mely további funkciókkal bővítettek, mint például a vállaltok finanszírozása. Ez tette lehetővé az egyszintű bankrendszer kialakulását, de az MNB egy idő után nem volt képes ennyi feladat ellátására. Ez további bankok létrehozását tette lehetővé, melyek között a feladatokat szétosztották. Az Állami Fejlesztési Bank lett a felelős a beruházási hitelek lebonyolításáért és ellenőrzésért, az Országos Takarékpénztárhoz tartoztak a lakossági szektor pénzügyeinek kezelése, valamint a Magyar Külkereskedelmi Bank vette át a nemzetközi fizetésekkel kapcsolatos feladatokat. Ez tette lehetővé a kétszintű bankrendszer bevezetését, melyben tisztázásra kerültek pénzügyintézetek feladatai és a működésük alapvető jogszabályi keretei. A kétszintű bankrendszer kialakulása, majd a további fejlődése tette le a mai modern bankrendszer alapjait.

Az 1. ábrán látható, a Központi Bank, amely az intézmények között a legfelső szinten foglal helyet, ez követik a Kereskedelmi Bankok, majd lefelé haladva a kisebb közvetítők találhatók. Szakdolgozatom szempontjából a második szinten elhelyezkedő Kereskedelmi Bankok a relevánsak, ezért a továbbiakban ezen intézmények kerülnek meghatározásra.

1. ábra: A bankrendszer felépítése

(Forrás: Huszti, 2002)



2.2. Kereskedelmi bankok és azok funkciói

A dolgozat ezen részében bemutatom a Kereskedelmi Bankok működését és azok alapvető funkcióit, majd az intézmények gazdaságra gyakorolt hatásait szemléltetem, hogy mennyire tudják befolyásolni, a makro folyamatokat.

A kereskedelmi bankok lényegét az alábbi idézet fogalmazza meg a legjobban:

„A kereskedelmi bankok célfüggvényét a jövedelmezőség, a likviditás és a szolvencia követése jelenti.” (Vigvári, 2015, 96 p.)

A kereskedelmi bankok egyrészt tekinthetők, úgy, mint egy normál vállalkozás (DeYoung, 2004). Szolgáltatást nyújtanak a gazdaság szereplői számára, melynek célja az, hogy minél rövidebb idő alatt, minél nagyobb profitra tegyenek szert, úgy, hogy mindemellett, fent tudják tartani a fizetőképességüket rövid és hosszú távon. Ezt az intézmények, úgy érik el például, hogy betétek formájában összegyűjtik az idegen tőkét, így keletkezik egy bizonyos mennyiségű forrásuk, amit majd hitel formájában helyeznek vagy értékpapír formájába bocsájtanak ki. Természetesen az alapvető funkciókon túl még más tevékenységet is végeznek, mint a bankszámlák vezetése, ügyfelek pénzforgalmainak lebonyolítása, deviza vétel/ eladás stb. Fontos megemlíteni, hogy más szabályozások vonatkoznak bankokra, mint a vállalatokra.

A kereskedelmi bankoknak van egy másik funkciója, melyet a gazdasági folyamatokban pontosabban a makroökonómiában tudnak betölteni. Makroökonómiai szempontból is jelentős szerepe van az általam vizsgált intézményeknek. Ezt egy példán keresztül fogom szemléltetni a hazai pénzkínálatot a jegybank szabályozza, erre több eszköz áll rendelkezésre, a példában ez a folyamat nyílt piaci műveleteken keresztül valósul meg. A jegybank államkötvényt ad el vagy

vásárol. Ha vásárolja növeli a gazdaságban forgó pénzmennyiséget, ha eladja akkor csökkenti. Ez a refinanszírozási politika. A kereskedelmi bankoknak általában nagy hiteligénye van, de ezt saját forrásból nem tudják finanszírozni, ezért a jegybank felé fordulnak hitelért, ami viszont befolyásolja a pénzkínálatot. A refinanszírozási kamatláb nő, így a piaci kamatláb is. Ezzel szemben csökken a hitelkereslet és az pedig mérsékli a pénz kibocsájtást (Mcleay et al, 2014).

3. AZ UNICREDIT BANK HUNGARY ZRT. BEMUTATÁSA

Ebben a fejezetben bemutatom a vállalatot, a kialakulásának történetével kezdem, majd röviden részletezem a tevékenységi körét és üzletágait. A fejezetet az eddig elért eredményeinek szemléltetésével zárom.

Az Unicredit Bank Hungary Zrt. kialakulása az 90-es évekre nyúlik vissza. 1990-ben hozta létre a Creditanstalt Rt., mint első ismert jogelődjét, amely az Osztrák-Magyar Monarchia egyik legnagyobb vezető bankjának minősült. 1998-ban a Bank Austriával, 2001-ben Németország egyik vezető pénzügyi csoportjával, a HypoVereinsbankkal történt egyesülésnek köszönhetően megalakult a HVB csoport, amit a 2. ábrán is látható. A fúziójával Európa harmadik, világméretben pedig ötödik legnagyobb pénzügyi csoportja lett. 2005-ben egy újabb egyesülés keretében megalakult Bank Austria Creditanstalt, majd 2007-ben Unicredit Bank néven folytatta a működését, melynek leányvállalata az Unicredit Bank Hungary Zrt. hazánkban is megjelent.

2. ábra: Az UniCredit Bank története

(Forrás: Unicredit Bank honlapja)



Az UniCredit Bank Hungary Zrt. számos díjat, elismerést kapott, ennek köszönhetően kiváló ügyfél-elégedettséggel büszkélkedhet. 2014-ben Magyarország banki rangsorában a harmadik legnagyobb szereplővé vált. A bankcsoport magyar leányvállalatának mérlegfőösszege 2015 végén elérte a 2 709 503 millió forintot. A további években sem állt meg a fejlődése, 2018-ban meghaladta a 3054 milliárd forintot és mind a mai napig fent tudta tartani ezt a növekvő tendenciát, a 2022-es év zárásaként ez a szám 5052 milliárd volt. A mérlegfőösszeg megmutatja egy cég teljes vagyonát, egy bank esetén a mérlegfőösszeg tartalmazza az nyújtott hitelek összegét, de a nála elhelyezett betéteket összegét, illetve saját tőkéjét is. 2022-ben az UniCredit Bank Hungary Zrt. elnyerte a Euromoney Market Leader és

Best Service Provider díjakat. Ezen túl a Mastercard Év Bankja versenyen az UniCredit Bank Hungary Zrt. második díjat nyert. (Unicredit, 2022)

3.1. A bank szolgáltatásai

Az UniCredit Bank Hungary Zrt., széleskörű pénzügyi szolgáltatásokat kínál ügyfelei számára, amelyek kiterjednek mind a lakossági, mind a vállalati ügyfélkör kiszolgálására.

Az Bank számos folyószámlanyitási lehetőséget kínál ügyfelei számára, ide tartoznak a hagyományos forint és deviza számlanyitások, diákszámlanyitások és a prémium számlanyitások. Mindemellett modern fizetési megoldásokat is biztosít, mint például a bankkártyás fizetések, az online és mobilbanki szolgáltatások, valamint az azonnali fizetések.

A különféle megtakarítási és befektetési opciók esetén a vállalat személyre szabott pénzügyi tanácsadást biztosít az ügyfelek részére, mint például lekötött betétek, befektetési alapok, állampapírok, részvények, kötvények adásvétele, hogy segítsenek a legjobb befektetési döntések meghozatalában. Az intézmény széleskörű hitelkínálattal rendelkezik mind a lakossági mind a vállalati szegmensben, beleértve a személyi kölcsönöket, lakáshiteleket, autóhiteleket és folyószámlahiteleket, KKV hiteleket, faktoring ügyleteket, és EU-s támogatási projekteket. A bank jelenleg Magyarországon az MBH után a második legversenyképesebb kamatlábakat nyújtja a piacon és emellett rugalmas törlesztési feltételeket biztosít, hogy elnyerje a meglévő és az új ügyfelek bizalmát. Emellett a bank még számos szolgáltatást nyújt az ügyfelek részére.

Összefoglalva az UniCredit olyan pénzügyi szolgáltatásokat kínál, amelyek lefedik a lakossági, kis- és középvállalkozási, valamint nagyvállalati üzletágak igényeit. A célja, hogy magas színvonalú, megbízható és innovatív pénzügyi megoldásokkal támogassa ügyfeleit a pénzügyi céljaik elérésében és a fenntartható növekedés biztosításában.

A bankcsoport a célok megvalósítása érdekében további leányvállalatokkal bővült Magyarországon, melyek további lehetőséget nyújtanak ahhoz, hogy szélesítsék a tevékenységi körüket, ilyen például:

- UniCredit Jelzálogbank Zrt.
- UniCredit Leasing Hungary Zrt.
- UniCredit Operatív Lízing Kft.
- UniCredit Biztosításközvetítő Kft.

3.2. A bank múltbéli eredményei

Elemzésem alapját ebben a részben az adózás utáni eredmény adja. A 3. ábra segítségével bemutatom, hogy az elmúlt 10 év során, hogyan változott az Unicredit Bank Hungary Zrt. adózott eredménye.

A 2013-as év nyereségesség szempontjából nem volt túl kedvező, ezt a 3. ábra jól szemlélteti. Ezt, az indokolja, hogy 2013-ban érezhető volt a gazdasági válság okozta recesszió. Történelmi mélypontra lévő kamatszint, gyenge hitelkereslet, infláció és költségnövekedés (szektort terhelő adók) jellemezték ezt az időszakot. Az UniCredit Bank Hungary Zrt., viszont azon bankok egyike volt, amely pozitív eredménnyel zárta az évet. Ez annak köszönhető, hogy számos olyan stratégiát dolgozott ki, melyekkel javítani tudta a piaci helyzetét. A jó alkalmazkodóképességének eredményeképpen a nyereségét több, mint a háromszorosára növelte 2015.-re.

2016-ban tovább javult a jövedelmezősége, ebben az évben 56.093 millió Forint-ot hozamot realizált, így mind a mérlegfőösszegéhez mérten a harmadik helyet és eredményességét figyelembe véve a második helyet foglalta el a magyarországi bankok rangsorában.

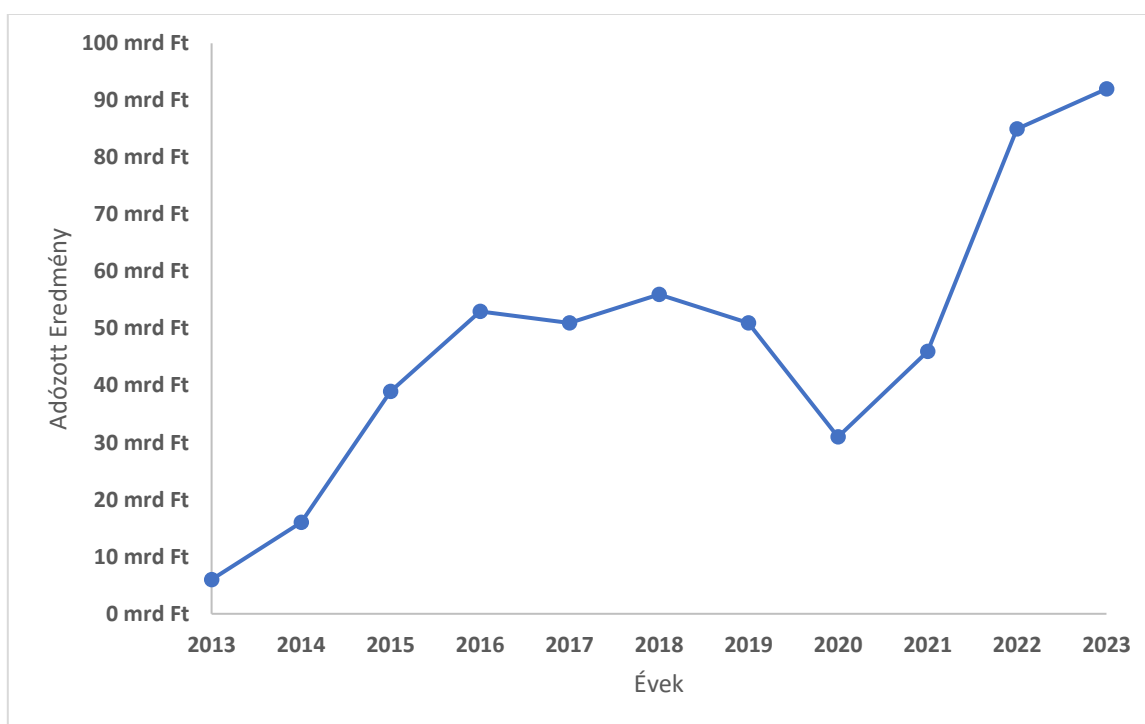
2017-ben egy kis romlás következett be, ez azzal is indokolható, hogy a jegybanki alapkamat tartósan (0,9%) és a betéti kamatok is alacsonyan voltak, aminek a következtében kiélesedett a verseny a bankok között. További nehezítő körülmény, hogy 2016 szeptemberétől a Magyar Fejlesztési Bank (MFB) által elindult a Mikro, Kis- és Középvállalkozások számára kidolgozott hitelprogram, melyben kizárólag az állami tulajdonba lévő bankok vehettek részt és 10%-os önerővel, akár 15 évre is 0%-os kamattal nyújthattak hitelt vállalati ügyfeleik részére. Véleményem szerint több vállalati Ügyfél is nyitott volt erre a lehetőségre, ez magyarázhatja az általam választott bank ügyfélállományának csökkenését abban az évben.

A 2018 és a 2019-es évet is hasonlóan jó tárgyévi nyereség jellemezte, viszont 2020-ban a Covidnak köszönhetően nagy mértékben visszaesett az adózott eredménye. A versenytársai hasonló veszteségeket realizáltak. Például OTP a 2019.-ben elért 412 582 millió Forint eredménye 2020-ban 259 636 millió forintra esett vissza. Természetesen a gazdaság más területein is hatalmas károkat okozott a pandémia. 2021-ben a gazdaság a Covid okozta nyomások alól elkezdett kilábalni, ez a javulás meglátszik az Unicredit Bank eredményeiben (46 339 millió Forint volt az adózott eredménye).

2022 februárjában kitört az orosz-ukrán háború, a Bank, jövedelmezőségét ekkor még nem befolyásolta, de a helyzetet tovább súlyosbította, hogy 2022-ben a jegybank kétszámjegyűre (13%-ra) emelte az alapkamatot. Mindezen hatások megmutatkoznak a 2023-as év teljesítményeiben, ami mindössze 8%-kal haladta meg az előző évi értéket.

Az elkövetkező évben véleményem szerint hasonló mértékű növekedésre lehet számítani. Az értékelés napján a jegybanki alapkamat kedvezőbb (6,75%) a tavalyihoz képest, remélhetőleg ez tovább fog csökkenni az év végig és ezáltal a hitelkamat is.

3. ábra: Az adózott eredmény változás 2013-tól napjainkig
(Forrás: UniCredit éves beszámolóí alapján saját szerkesztés)



4. SZEKTORÁGI ELEMZÉS

Vállalatértékelés szempontjából az első lépés, hogy be kell mutatni először magát a vállalatot, majd annak környezetét, tehát fel kell mérni a cég iparági helyzetét a versenytársaihoz képest. Ebben a fejezetben meghatározásra kerülnek a bankszektor legnagyobb szereplői, miközben a múltbéli teljesítményeiket vizsgálom meg 5 évre visszamenőleg, a 4., 5., 6. ábrák segítségével. A fejezetet a jelenlegi eredmények alakulásának vizsgálatával zárom (7. ábra).

A 4. ábrán bemutatom a szektor legnagyobb résztvevőit, valamint az UniCredit Bank Hungary Zrt. legpotenciálisabb versenytársát és teljesítményeit.

Mérlegfőösszeg szerinti összehasonlításban a hazai bankszektor magasan a legjobban teljesítő szereplője az OTP Bankcsoport, mely 2018 és 2022 között több mint a duplájára emelte a saját mérlegfőösszegét. Az OTP Bank Magyarország legnagyobb kereskedelmi bankja. Az előnye abban rejlik, hogy a magyar pénzügyi szektor egyik legrégebbi intézményének vallhatja magát és nem csak Magyarországon, hanem más országokban is jelen van. Az innováció és a digitalizáció terén is élen jár a pénzügyi szektorban. Véleményem szerint nem az árazási politikája, hanem az, hogy ekkora múlttal rendelkezik segít abban, hogy könnyebben meg tudják szerezni és tartani az ügyfelek bizalmát.

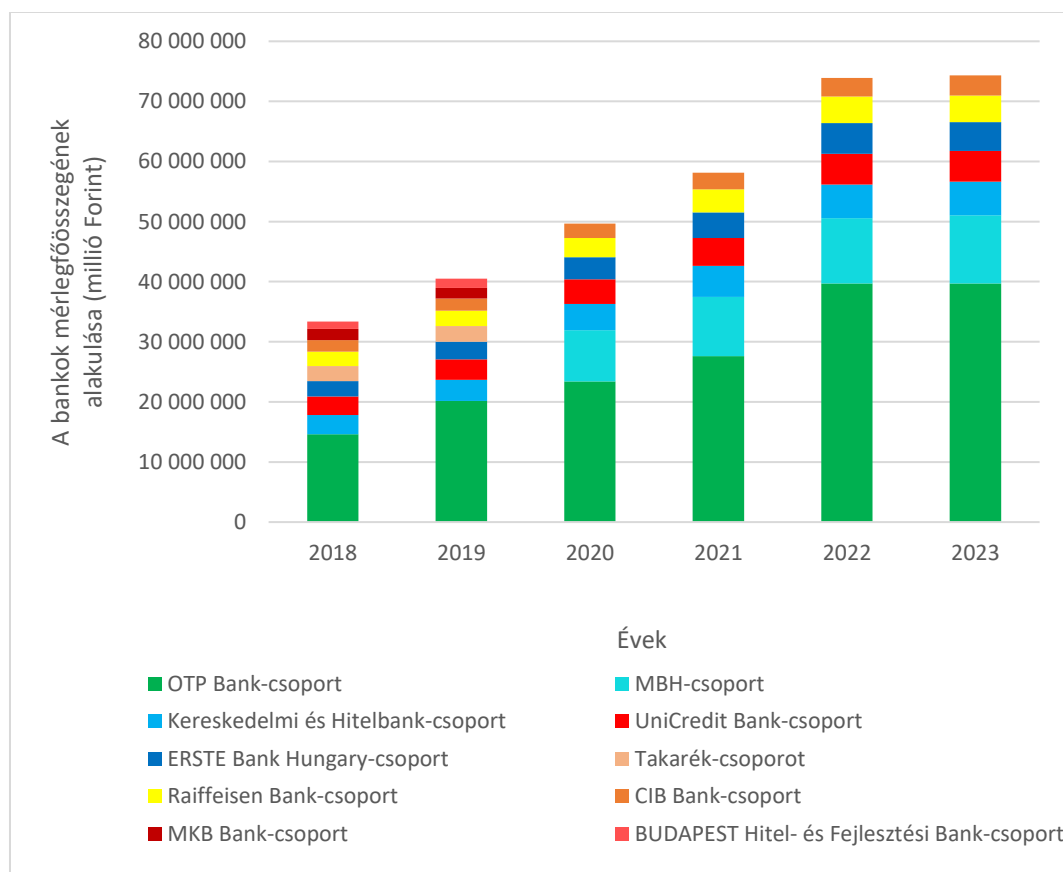
Az OTP Bank mellett fontos kiemelni a K&H Bankot is, mely Magyarország második legnagyobb bankjának számított, az MBH-csoport egyesüléséig, azaz 2020-ig. Az elmúlt években a mérlegfőösszegét folyamatosan növelni tudta, ahogyan az ábrán is látható. Stabil nemzetközi háttérrel rendelkezik, melyet a KBC Bank anyacég nyújt számára, ezáltal képes a legjobb nemzetközi gyakorlatok alkalmazására. A bank kiemelt figyelmet fordít a digitális szolgáltatások fejlesztésére. Az online banki megoldások által az ügyfelei kényelmesen, bárholnan intézhetik pénzügyeiket. Ez különösen fontos a fiatalabb generációk megszólítása és bevonása szempontjából. Magyarországon első olyan Bank, mely technológiai fejlődést ért el az online bankolás terén, melyre korábban nem is gondoltunk volna, hogy lehetséges. A „Kate” névre hallgató digitális pénzügyi asszisztens forradalmasította az online bankolás lehetőségeit. Véleményem szerint ez a fajta megoldás azért is nagyon zseniális egyrészt, mert valós időben és gyorsan tud válaszolni vagy megoldást nyújtani az ügyfelek kérdéseire, így például nem kell aggódni, ha valaki elhagyja a kártyáját vagy elfelejti a pin kódját. Az ügyfélnek szinte csak „egy szavába” kerül és Kate intézi a kártya letiltását vagy a pin kód mutatását. Mindemellett az asszisztens magas szintű biztonsági intézkedéseinek köszönhetően védi az

ügyfelek adatait és a lehető legbiztonságosabbá teszi a pénzügyi tranzakciókat és a pénzügyi tranzakciók lebonyolítását is.

A 4. ábrát tovább elemezve érdemes említést tenni az MBH-csoportról is, amely mára átvette a második helyet a magyar bankok listáján. Az MBH (Magyar Bankholding) alakulása 2020 májusára datálható. Három jelentős szerepet betöltő magyar pénzintézet, az MKB Bank, a Budapest Bank és a Takarékbank egyesülési szándékát jelentette. Az egyesülés célja egy erős, versenyképes hazai bankcsoport létrehozása volt, amely hatékonyabb működést és szélesebb körű szolgáltatásokat kínál ügyfeleinek. Az MBH létrejötté az intézményt Magyarország egyik legnagyobb pénzügyi szereplőjévé tette, amely mára jelentős piaci részesedéssel és kiterjedt ügyfélkörrel rendelkezik.

4. ábra: A vizsgált bankok mérlegfőösszegének alakulása az elmúlt 5 évben

(Forrás: MNB Aranykönyv alapján saját szerkesztés)



Az 5. ábrán a magyar bankszektor mérlegfőösszegeit elemzem, melyeket gazdasági folyamatok alakulásával is alátámasztok, rámutatva arra, hogy hogyan tudták befolyásolni az eredményeket.

A magyar bankszektor számára a 2018-as év kimondottan eredményes évnek számított összesen 537 milliárd Forint adózott eredményt könyvelt el, javarészt az új Növekedési Hitelprogramnak köszönhetően. A program a KKV szektor hitelezési volumenének növelése érdekében jött létre. A kamatbevételek azonban nem hoztak túl jelentős eredményeket, melynek oka az alacsony kamatkörnyezetre vezethető vissza. A költségdöntésként a szektor működési kiadásai jelentős mértékben nőttek, mely az Unicredit Bank beszámolójaként, a digitalizációval kapcsolatban váltak szükségessé.

2019-ben szintén is jól teljesített a szektor, ezt az 5. ábra jól tükrözi. Mind a vállalati, mind a lakossági hitelkereslet tekintetében elmondható, hogy a lakossági oldal javulása a babaváró hitel lehetőség bevezetésének tudható be, míg a vállalati oldal továbbra is a Növekedési Hitelprogramnak köszönhetette eredményességét. A MÁP Plusz (Magyar Állampapír Plusz) bevezetése kedvezőtlenül hatott a bankszektor kamatbevételeire, mert magas hozamot kínált a lakossági megtakarítók számára (5 év alatt 5% THM, kamatadómentesen). Ennek az lett a következménye, hogy az ügyfelek kivonták a pénzüket a hagyományos banki termékekből, ezáltal a bankok kevesebb betéti forráshoz jutottak. Azonban az Unicredit 2019 évi beszámolója szerint annak ellenére, hogy a MÁP Plusz elszívta a lakosság befektetési célú keresletét, a babaváró hiteltermékek ellensúlyozták a kiáramlást.

2020-ban a Covid-19 járvány felforgatta a világot. Az alapkamatot 0,9%-ról két lépésben 0,6%-ra csökkentette a jegybank. A magyar bankszektor 212 milliárd Forint adózott eredménnyel zárta le az évet, ami körülbelül 60%-os éves csökkenést jelentett az előző tárgyévhez képest. A 5. ábra megmutatja, mekkora változást okozott a szektor teljesítményében. Az eredményeket a legjelentősebb mértékben a hiteltörlesztési moratórium, az erőteljes céltartalékolás és a kijárással kapcsolatos korlátozások befolyásolták a leginkább. A külkereskedelem leállása miatt visszaeső banki tranzakciók szintén negatívan hatottak a bankok eredményeire.

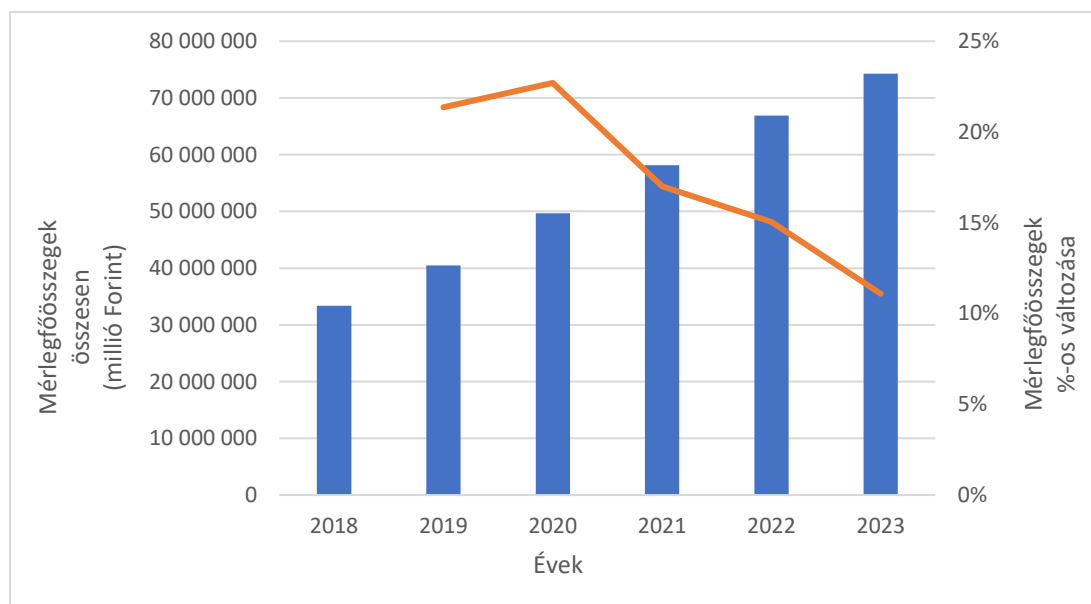
A 2021-es évet a járvány utáni helyreállítás határozta meg. A hitelállomány bővülés újra beindult mind a lakossági, mind a vállalati oldalon. Az MNB kamatemelési ciklusba kezdett az alapkamat 2,4%-ra nőtt, hogy letörje az inflációt. A bankszektor 2021-ben több mint 550 milliárd forint adózott eredményt ért el, amely két és félszer meghaladta az előző évit. A javuló gazdasági folyamatok és munkaerőpiaci élénkülésének révén a bankok veszteségei és céltartalékképzéssel kapcsolatos szükségletei mérséklődtek. A hiteltörlesztési moratórium és a hitelprogramok mint például a Zöld Otthon Program miatt tudott a hitelállomány növekedés dinamikus növekedésnek lendülni.

A magyar gazdasági folyamatokat 2022-ben leginkább meghatározó tényezője az orosz-ukrán konfliktus volt. Az 5. ábra segítségével leolvasható, hogy tavalyihoz képest csökkent a növekedési ütem 66 895 479 millió Forintos mérlegfőösszeggel zárta az évet a szektor. Ennek okai például az infláció gyorsulása, a lakásárak dinamikus emelkedése, valamint a Zöld Otthon Program kifutása. Az általános moratórium kivezetésének a hatására csökkent a hitelállomány növekedési üteme. A gyorsan romló reáljövedelmek miatt a fogyasztási cikkek kereslete ugrásnak indult. Ez a megtakarítási képességet csökkentette, mely negatívan hatott a bankok bevételeire. A kormány 2022-ben extraprofitadót vetett ki a bankszektorra, amely hatalmas terhet jelentett a kedvezőtlen gazdasági környezet mellett, valamint a lakossági jelzáloghitelek kamatstopköltsége is sújtotta a szektort, amit 2022 novemberétől a KKV-hitelekre is bevezettek.

2023-ban a szektor nyerségét lerontotta a módosított extraprofitadó, ez visszaesés az UniCredit beszámolja alapján körülbelül 200 milliárd Forintnak tudható be. A vállalati és a lakossági hitelállomány növekedési üteme lassult 2022-höz képest, a lakossági oldalon a magas hitelkamatok miatt nem tudott relevánsan növekedni. A vállalati oldalt számos hitelösztönző program, mint a Széchenyi Kártya Program MAX+ valamint a Baross Gábor Újraiparosítási Hitelprogram élénkítette. A betétek állománya növekvő tendenciát mutatott.

5. ábra: A szektor mérlegfőösszegeinek alakulása

(Forrás: MNB Aranykönyv alapján saját szerkesztés)



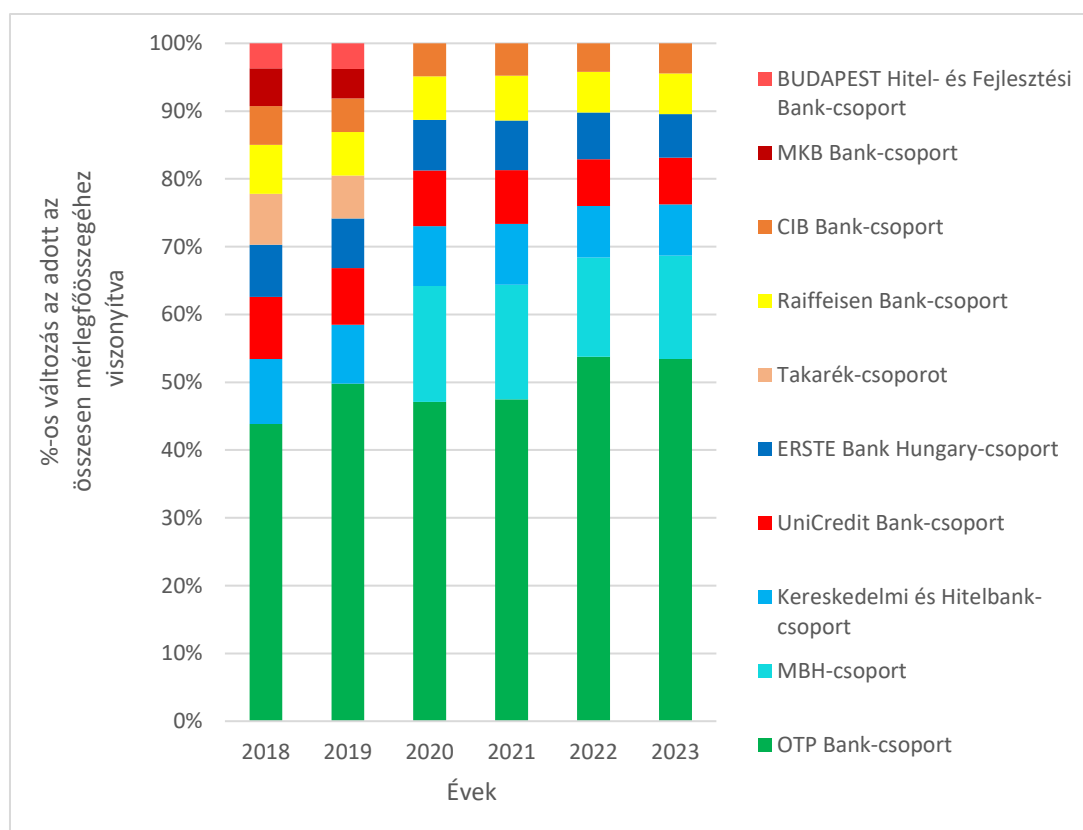
A bankszektor szereplőinek mérlegfőösszeg szerinti alakulása a következőképpen írható fel:

$$\text{Mérlegfőösszeg alakulása} = \left(\frac{\text{Jelenlegi év MF} - \text{Előző év MF}}{\text{Előző év MF}} \right) * 100$$

A mérlegfőösszeg növekedése azt jelzi, hogy a vállalat eszközei és forrásai összértékben növekednek. Ez utalhat arra, hogy a vállalat terjeszkedik, vagy több beruházást hajt végre. A mutató a vállalatok pénzügyi stabilitásának indikátorai, hiszen a nagy ingadozások utalhatnak pénzügyi instabilitásra, míg a folyamatos növekedés stabilitást sugall. A befektetők gyakran figyelik a mérlegfőösszeg változását, mivel betekintést nyújt a vállalat növekedési potenciáljába.

A 6. ábrán a magyar bankszektor egyes szereplőinek teljesítményeit láthatjuk 2018-tól 2023-ig az összes mérlegfőösszeghez viszonyítva. Leolvasható, hogy ki a legstabilabb versenyző, milyen mértékben rendezte át a piaci erőviszonyokat az MBH-csoport összeolvadása, vagy akár, hogy az egyes szereplők teljesítményeit hogyan érintette például 2020-ban a Covid vagy az orosz-ukrán konfliktus.

6. ábra: A bankszektor szereplői teljesítményének %-os változása 2018-tól napjainkig
(Forrás: MNB Aranykönyv alapján saját szerkesztés)



A 7. ábra a magyar bankszektor szereplőinek piaci részesedését ábrázolja 2023-ban.

Az OTP Bank-csoport a teljes szektor 53%-át birtokolja, így elmondható, hogy az OTP rendelkezik a lejelentősebb piaci részesedéssel. Az MBH-csoport a második legnagyobb szereplő 15%-os piaci részesedésével. A K&H a harmadik (8%), majd az Unicredit Bank 7%-os részesedésével megelőzi az Erste-t (6%).

A 2023-as adatok alapján készült elemzés megmutatja a magyar bankszektor jelenlegi piaci helyzetét és a piaci szereplők közötti erőviszonyokat. Az előrejelzés célja, hogy megvizsgáljam a jövőbeni trendeket és kihívásokat, amelyek befolyásolhatják a szektor fejlődését.

Az OTP Bank-csoport domináns szerepe várhatóan megmarad, de a növekedése tovább lassulhat az orosz-ukrán háború okozta gazdasági hatások miatt. Az MBH-csoport részesedése tovább fog nőni a Duna Bank Zrt. és a Fundamenta-Lakáskassza Zrt. beolvadása miatt. Az is elképzelhető, hogy további konszolidációs lépéseket tesz majd, hogy tovább erősítse piaci pozícióját és ezáltal OTP potenciális versenytársa legyen.

Várhatóan a digitalizációra a szektor nagy hangsúlyt fog fektetni és ez lesz meghatározó trend a piacon, hiszen a K&H Bank technológiájára a többi banknak is reagálnia kell. Az Erste már a „George” nevű applikációjával megtette az első lépést, hogy megfeleljen az ügyfelek elvárásainak és versenyképes tudjon maradni. Az ügyfélélmény javítása és a biztonság növelése kulcsfontosságú feladat, viszont ez a működési költségek növekedését fogja eredményezni.

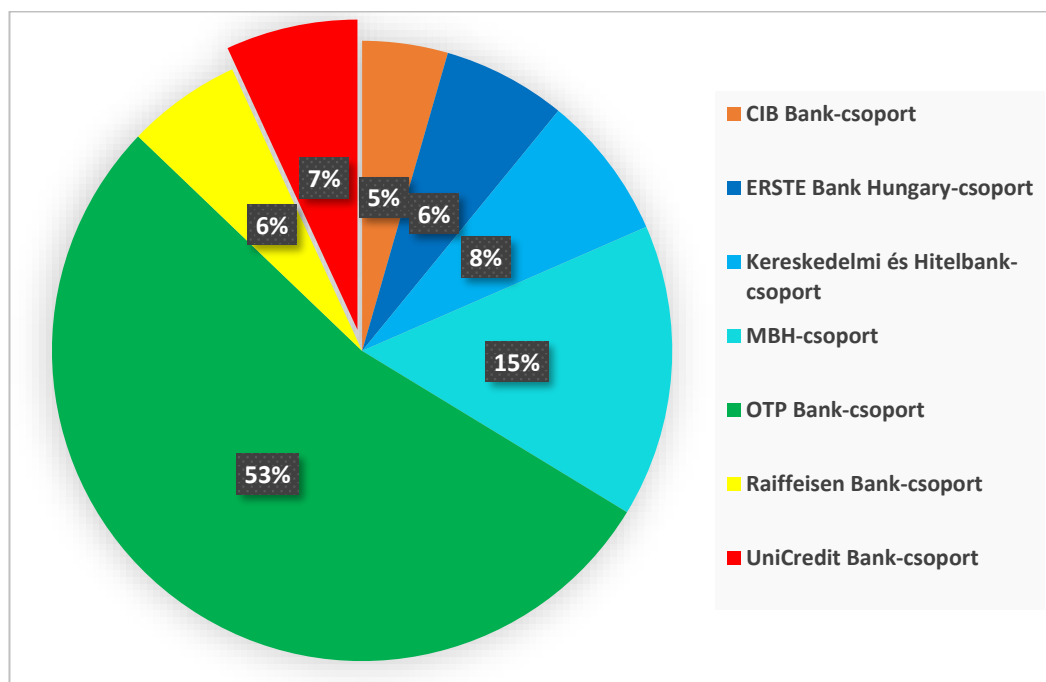
Az orosz-ukrán konfliktus kapcsán a szektorban további szabályozói korlátozásra lehet számítani, a pénzügyi stabilitás és az ügyfélvédelem növelése érdekében, mely a szektort kedvezőtlenül fogja majd érinteni.

A fenntarthatósági és a zöld finanszírozási formák egyre nagyobb hangsúlyt kapnak, láthatóan a vállalati hitelezési oldalt tekintve elindultak a kezdeményezések. Befektetési oldalon megjelentek a bankok zöld befektetési lehetőségei, melyek tovább bővíthetnek, az ügyfélmegfelelés érdekében.

Összefoglalva a globális és hazai gazdasági környezet változásai, mint például az infláció, a kamatlábak változása és a háború okozta feszültségek, hatással lesznek a bankszektorra. A hitelkereslet változása és az ügyfélmegtartás kihívása továbbra is központi kérdés lesz az elkövetkező időszakban.

7. ábra: Mérlegfőösszegek alakulása 2023-ban

(Forrás: MNB Aranykönyv alapján saját szerkesztés)



5. VÁLLATÉRTÉKELÉS

A vállalatértékelés lényegét legjobban Lord Kevin idézete magyarázza:

„Ha mérni tudjuk, amiről beszélünk és számokkal kifejezni, akkor tudunk valamit róla, de ha nem tudjuk mérni, ha nem tudjuk számokkal kifejezni, akkor tudásunk szegényes és nem kielégítő. Vagyis „amit nem tudunk mérni, azt nem is ismerjük igazán.” (Bárczi, 2010, 4 p.)

Ebben a fejezetben a vállalatértékelés témakörét mutatom be. A kialakulásának történetével kezdem a fejezetet, majd kitérek a különböző vállalati érték fogalmakra. A további fejezetekben az értékelés jelentőségét és folyamatát taglalom. A fejezetet az értékelési módszerek bemutatásával zártam le.

5.1. A vállalatértékelés kialakulása

A vállalatértékelés alapjait az 1930-as években fektették le, melynek kezdetén az objektív értékelés volt a vezető szemlélet. A modell a cégek vagyonértékét határozta meg, mely a fizikai formában megjelenő vagyontárgyak értékének felelt meg. A szemlélet hiányossága, hogy nem foglalkozott a vevői igényekkel, illetve más egyéb körülményekkel, mindemellett a vállalatok jövedelemtermelő képességét is figyelmen kívül hagyta.

Az előző rendszer hiányosságait az 1960-as évek szubjektív hozamértéken alapuló szemlélete javította ki. A rendszer előnye, hogy kifejezésre kerültek a vevői és eladói érdekeltségek, elkülönültek egymástól a vállalat piaci és belső érték fogalmak.

A 70-80-as években a rendszer további javítására törekedtek, hogy minél pontosabban ki tudják fejezni a vállalatok értékeit, de a 80- évektől a piaci értéket meghatározó szemlélet átvette a vezető szerepet. A szemlélet szerint a cégérték a részvényárfolyamokban megjelenő értéknek feleltethető meg, mert a részvényárfolyamok a vásárlók jövőbeni hozamelvárásait tükrözik a hatékony tőkepiacon. A rendszer hiányosságát a befektetők információellátottsága jelentette. 1990-ben a vállalati stratégiák középpontjában a cégérték meghatározása mellett a tulajdonosi értékek maximalizálása is fontos szerephez jutott. A tulajdonosi érdekeltségeket középpontba állító szemlélet szerint a saját tőke a tulajdonosi értékkel egyenlő. Az érték meghatározásának szempontjából különböző értékelési módok alakultak ki melynek fontossága a tulajdonosi érték és a fogyasztói érték egyidejű növekedésében keresendő. (Bárczi, 2010)

A vállalatértékelés az idő során folyamatosan fejlődött és ma is folyamatosan fejlődik.

5.2. Vállalati érték meghatározása

A témakör legfontosabb alapkérdése vállalati érték és különböző érték fogalmak megközelítésében keresendő. A vállalati érték fogalmára, aki nem tanult vállalati pénzügyeket vagy közgazdaságtant, azt mondaná, az az ár amennyit adnak érte. Először fontos tisztázni az ár és az érték közötti különbséget. Mikroökonómiából megtanultam, hogy az ár egy termék, vagy szolgáltatás pénzben kifejezett értéke. Az érték fogalma viszont ennél összetettebb, számszerűsítése pedig bonyolultabb, mert a vevők értékrendjét próbálja megragadni, hogy mennyit hajlandóak adni valamiért. Például napraforgó olajat nem fogjuk a többszöröséért megvásárolni a boltba, ha tisztában vagyunk vele, hogy mennyit ér. A jelenségnek a pontos leírását Rekettye fogalmazta meg, aki szerint:

„Korábbi tapasztalataik, információik, elképzeléseik alapján általában kialakítanak magukban egy ún. „értékelvárást”, és arra törekcszenek, hogy a rendelkezésre álló anyagi eszközeik, közel sem tökéletes információik, valamint mozgáslehetőségeik korlátjai között a lehető legjobban vásároljanak, azaz maximálják a megszerezhető értéket.” (Rekettye, 2018, 6 p.)

Manapság különböző érték-fogalmakat ismerünk és használunk, melyeknek több megközelítési módja is létezik, ez tette lehetővé az értékelés fontosságát. Értékelni nem csak egy vállalatot vagy üzletrészt lehetséges, hanem bármilyen eszközt, például ingatlant, szellemi termékeket, szoftvert, ingóságokat. A vállalati érték kifejezés nem egy konkrét szám, hanem egy értékintervallum becsült adata. A becslést azért célszerű használni, mert előre nem tudunk minden tényezőt figyelembe venni és pontosan meghatározni, mindemelett védi elemzőt az értékelési kockázattól. Szakdolgozat további részébe az értéket vállalati oldalról fogom értelmezni:

- **Piaci érték:** Más néven piaci kapitalizáció megmutatja, hogy egy adott pillanatban a befektető számára mennyit ér az adott vállalat a piac árazása alapján. Kiszámítása során a részvény aktuális árfolyamát össze szorozzuk az összes kibocsájtott részvény számával, ezáltal megkapjuk, hogy a piaci szereplők hogyan értékelik a tőzsdei társaságot (Damodaran, 2012). Mivel az Unicredit Bank Hungary Zrt. nem tőzsdei vállalat, így a vállalat piaci értéke nem áll rendelkezésre a számomra.
- **Könyv szerinti érték:** A számvitelben megtanulhattuk, hogy ha egy vállalkozás használati célból vesz egy gépet, akkor az eszköz bekerülési értékéből (melyben nem szerepel az ÁFA) levonjuk a terv szerinti értékcsökkenést és a terven felüli

értécsökkenést, akkor megkapjuk a könyv szerinti értéket. Tehát az eszközök, kötelezettségekkel csökkentett, nettó értékét jelenti, amely eltérhet pillanatnyi piaci értéktől. Ez az érték számviteli étékelésen alapul, nem a valós vállalati értéket mutatja, ezért a dolgozatomban nem a könyv szerinti értéken alapuló elemzést fogok használni.

- Méltányos érték: Adott részvéncsomagokhoz kapcsolódó értékfogalom, mely figyelembe veszi a menedzsment jogok, a tulajdonosok befolyások, illetve más egyéb értékmódosító hatások a mértékét. A dolgozatban nem fogom használni, mert ez a módszer nem foglalkozik a vállalat egyedi piaci helyzetével, valamint a jövőbeli növekedési lehetőségekkel sem.
- Folyamatos működést feltételező érték: Egy olyan szemlélet, mely azt feltételezi, hogy a megszakítás nélkül működő vállalat többet ér, mint eszközállományának együttes értéke. A modellnek az a hátránya, mely a fogalmából visszavezethető, hogy nem feltételezi a cégfelszámolás vagy csőd kockázatát, amely a valós életben nem ritka. Véleményem szerint a modell használata túlzóan optimista képet festene a cégértékére vonatkozóan, ezért nem ezt használom.
- Felszámolási érték: Az előző értékfogalom ellentéte. A nevéből következtethető, hogy a vállalati tevékenység megszűnésekor kerül meghatározásra. Normál és kényszerű felszámolás esetén más a számításának módja, mivel ez utóbbinál kevesebb idő áll rendelkezésre, így rendszerint áron alul kell az eszközöket értékesíteni. Nem ezt az értéket fogom kifejezni a dolgozat során, mert UniCredit nem áll felszámolás alatt. (Bárczi, 2010)
- Belső érték: Más néven fundamentális érték. Megmutatja, hogy a következő években mennyi pénz tud termelni a vállalkozás, ezt úgy értjük el, ha jövőbeni pénzáramokat jelenértékre diszkontáljuk és ezeket összeadjuk. Tehát a képlet alapján megkapjuk, hogy valójában milyen értéke van a vállalkozásnak.

$$EV = \frac{FCFE_1}{(1+r)^1} + \frac{FCFE_2}{(1+r)^2} + \frac{FCFE_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{FCFE_n}{(1+r)^n}$$

EV = cégérték, ahol, r = elvárt hozam, FCFE = saját tőke jövőbeni pénzárama. (Bodie et al, 2018)

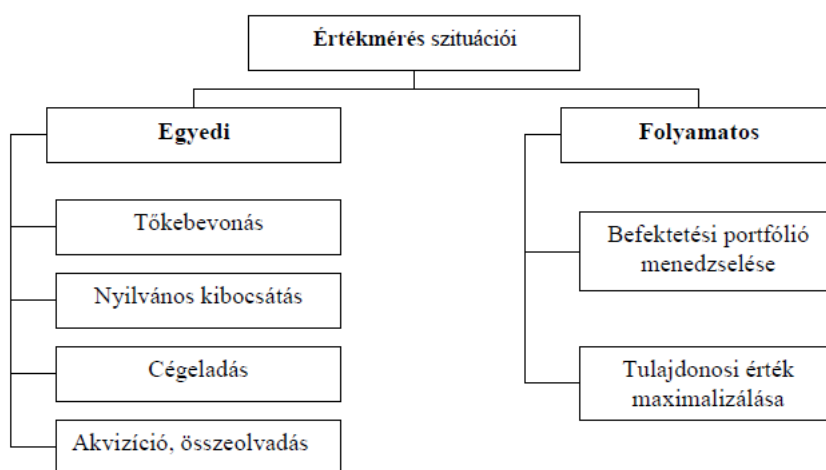
A dolgozatomban ezt az értéket fogom meghatározni, mivel a vállalat valós értékét mutatja meg, ezért fontos kiszámítása és használata a továbbiakban.

5.3. Vállalatértékelés jelentősége

A vállalatértékelés a gazdasági döntéshozatalban például adás-vételi ügyletek, beruházási projektek esetén kulcsfontosságú szerepet játszik. Stratégiai döntések szempontjából is nagy a jelentősége például saját tőke bevonás esetén segít meghatározni a kibocsátási árfolyamot. Vállalati hitelezés körében, pedig a banknak nyújt segítséget a szerződő fél kockázatának megítélésében, ezen kívül még sok más területen is hasznos lehet. Mindezek tükrében beszélhetünk folyamatos és egyedi értékelésről. A kettő közötti különbséget a 8. ábra mutatja meg.

8. ábra: Értékmérési formák

(Forrás: Bárczi, 2010)



5.4. Vállalatértékelés folyamata

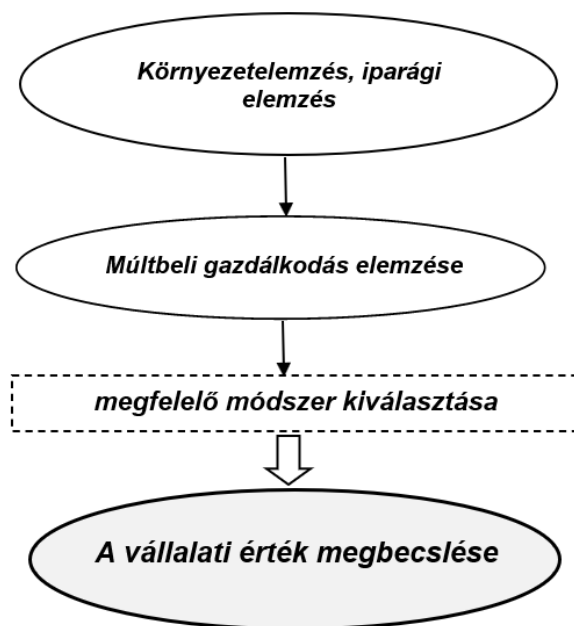
A vállalatok értékelése igen összetett feladat, mely kezdetén számos alapvető feltételezést kell elfogadni. Az egyik az értékelés pontosságával hozható összefüggésbe. El kell fogadni, hogy az értékelés nem lesz teljesen pontos, hiszen nem tudjuk a jövő tényleges számait. Az értékelés egy becslésen alapuló módszer, mely nyers adatokat használ, így fennál a tévedés lehetősége. Például elképzelhető, hogy a vállalat, amit értékelünk jobban, vagy rosszabbul teljesít és ez okoz eltérést az előrejelzésben, valamint az eredményben. A mikroökonómiai, makroökonómiai, valamint a vállalattal szorosan összefüggő tényezők változása szintén alakítani tudják a becsléseinket, szóval a bizonytalanság mindig fennál. Ha túl sok információval rendelkezünk, lehetséges, hogy pontosabb lesz a számítás, mert több input több hiba forrása lehet, mindemellett bonyolultabb és átláthatatlanabb lesz a modell, amit használunk. Az értékeléssel kapcsolatos kétségek legyőzésére (Damodaran, 2006) adta a

legjobb választ, aki szerint, nem szabad, hogy a lehető legpontosabb eredmény kiszámítása motiváljon, hanem arra kell törekedni, hogy kevesebbet hibázzunk, mint a többiek. A másik nagyon fontos tény a szubjektivitás, ezért nem érdemes más elemzők értékelését olvasgatni, mert abba már szerepel a másik véleménye, ami befolyásolhat bennünket is. Mindezek kiküszöbölésére a szakdolgozatom során az ideális állapot elérésére törekszem.

Különböző irodalmak általában más megközelítésben mutatják be a vállalatértékelés munkafolyamatát. (Bárczi, 2010) anyagában az értékelés öt részből áll. Az értékelés múltbéli teljesítmény elemzéséből, jövőbeli teljesítmény előrejelzéséből, a tőkeköltség, a maradványérték kiszámításából, majd vállalati érték meghatározásából és annak értelmezéséből tevődik össze attól függően, hogy milyen modellt használunk. Ezzel szemben (Takács, 2021) könyvében a vállalatértékelés munkafolyamatát (9. ábra), gyakorlatiasabb eszközökkel szemlélteti a vállalatértékelést. A könyvben bármely értékelési módszer könnyen felhasználható egy alap vázként. (Pálinkó, 2022) könyvében pedig a DCF módszerek közül csak kettőre az FCF és az EVA módszerére vonatkozik a leírás, véleménye szerint a folyamat szintén, attól is függ, hogy milyen értékelési módot választunk.

9. ábra: A vállalatértékelés munkafolyamata

(Forrás: Takács, 2021)



Az előzőek alapján, a dolgot az alábbi mérföldkövek alapján állítottam össze:

- vállalat bemutatása és múltbeli teljesítményének elemzése,
- szektor teljesítmények elemzése,
- megfelelő modell kiválasztása,
- sajáttőke költség meghatározása,
- pénzáramok előrejelzése,
- maradványérték és cégérték meghatározása,
- érzékenységvizsgálat készítése,
- összehasonlító elemzés készítése és vizsgálata.

5.5. Vállalatértékelés módszerei

Vállalat értékelés szempontjából sokféle értékelési modellről olvashatunk, de (Damodan, 2015) szerint csak kétféle szemlélet létezik, mely a fundamentális és a relatív megközelítésben rejlik. Fundamentális értékelésről akkor beszélünk, mikor egy eszköz belső értékét, úgy határozzuk meg, hogy figyelembe vesszük mennyi volt az eszköz élettartama alatt befolyó pénzáramlás és azáltal, hogy ezek a pénzáramlások mekkora bizonytalanságot generáltak. Relatív értékelésnek nevezzük azt, amikor például azt vizsgáljuk, hogy a piac

hogyan árassa a hasonló eszközöket. Ha értékelést végzünk az esélyeink, akkor nagyobbak, ha mindkét módszert használjuk.

A vállalat belső értékét (Bárczi, 2010) megfogalmazásában három koncepció alapján fejezhetjük ki:

- Vagyonérték alapján: a materiális, illetve immateriális javak számviteli értékét fejezi ki. A koncepció figyelmen kívül hagyja a külső környezeti hatásokat, valamint a működés során keletkező jövedelemtermelőképeséget, emiatt nem túl gyakorlatias.
- Hozamérték alapján: a modell a jövőbeli hozamokra azok elemzésére specializálódott, így a vállalat belső értékét a jövőbeni hozamok diszkontált értéke fejezi ki. Véleményem szerint ez az egyik leggyakorlatiasabb modell.
- Működésen alapuló koncepció alapján: ez egy olyan szemlélet, amely arra a kérdésre keresi a választ, hogy a folyamatos működést feltételező vállalat többet ér-e, mint az eszközállományának együttes értéke. Természetesen létezik, olyan megközelítése is, mint a likvidációs érték, amely cég megszűnéskor realizálható értéket mutatja meg.

A valós piaci értéket szintén három megközelítés szerint határozhatóak meg:

- Költségértékelés alapján: a vállalat eszközeinek újraelőállításából vagy azok pótlásából indul ki. A modell ezen eszközök létrehozása során felhasznált pénz becslésére szolgál. A koncepció a vagyonértékelés leggyakoribb formája.
- Várható hozamok számszerűsítése alapján: a koncepció többletjövedelemre koncentrál. A jövőben keletkező hasznot jelenértéken határozza meg határozatlan ideig vagy határozott ideig működő vállalatok esetén.
- Piaci információk összehasonlítása alapján: a modell azt feltételezi, hogy a vizsgált vállalat a piacon jelenlévő hasonló vállalatok értékével egyenlő. Számításához megfelelő mennyiségű adatra van szükség. Az eljárás keretében közvetlen összehasonlítást, vagy értékmérő paraméterek szerinti összehasonlítás, mint például az EPS, kapitalizáció/saját tőke ráta stb. alkalmazható.

6. DISZKONTÁLT CASH FLOW (DCF) ÉRTÉKEKELÉS

Ebben a fejezetben a meghatározom az általam választott hozzámerteken alapuló (DCF) modell fogalmát és azokat a tényezőket melyek szükségesek a modell alkalmazásához. Ezt követően röviden kitérek DCF értékelés erősségeire és hátrányaira, majd a módszer kiszámítására és annak komponenseire. Végezetül bemutatásra kerülnek a DCF modellek típusai.

A DCF értékelés egy olyan vállalatértékelési módszer, mely a vállalat jövőbeni cash flow-i segítségével állapítja meg a vállalat jelenlegi értékét. Ez azt jelenti, hogy a vállalat értékét a jövőbeni hozamtermelő képessége határozza meg.

Ahhoz, hogy a modellt alkalmazni tudjuk a számítás során feltételezzük, hogy a vállalat fent tudja tartani a tevékenységét a jövőben, úgy, hogy mindezt nyereség elérésére törekedve végzi, a környezet viszonylag könnyen előre jelezhető és stabil, valamint a vállalat jövőbeni számai, mint a hozamok és a tőkeköltség viszonylag könnyen megbecsülhető. Ha ezen feltételek közül valamelyik nem teljesül például bizonytalan a cég jövője, akkor vagyonalapú vagy piacialapú eljárást kell alkalmazni a vállalati érték meghatározásához. (Takács, 2021)

6.1. A DCF előnyei és hátrányai

A DCF a vállalat belső értékét adja eredményül, amely a jelenértékre történő diszkontáláson keresztül valósul meg. Ez alapján segít az üzleti döntésekben, vagy adásvételi ügyletekkel kapcsolatban. Széleskörűen alkalmazható a modell, sokféle vállalat és iparág elemzésében segít, valamint hosszútávú becslések esetén is használható. Fontos hangsúlyozni, hogy a becslések mindig hordoznak némi bizonytalanságot. A diszkont ráta, a pénzáramlások növekedési üteme vagy a kamatok kisebb-nagyobb változásai is jelentős hatás gyakorolhatnak a modellre. Hátrányai között megemlíthető még, hogy időigényes és összetett az értékelés folyamata, különösen, ha nagyobb és komplexebb vállalatot értékelünk.

Összességében elmondható, hogy a DCF modell egy nagyon hasznos eszköz a vállalatok értékének meghatározására, de fontos szem előtt tartani a hiányosságait. Ezt úgy lehet kiküszöbölni, hogy szubjektíven próbálunk előrejelzést tenni különösen a növekedési ütemre és a diszkont-rátára vonatkozóan.

6.2. Kiszámítása és komponensei:

A modell kiszámítása több tényezőtől függ. A jövőbeni cash flow-k adják az értékelés alapját, ezért kulcsfontosságú tényező, emellett a növekedési ütem meghatározása, valamint a diszkontráta szintén fontos, melynek segítségével határozható meg a pénzáramok jelenértéke. A számítás attól is függ, hogy milyen időtávra szól az értékelés, ez alapján lehet határozott és határozatlan időtávra számolni. A dolgozat során azt feltételezzük, hogy a vállalat folyamatosan fenn tudja tartani magát, így a határozatlan időtávra vonatkozó módszert mutatom be a továbbiakban.

$$V_0 = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{CF_i}{(1+r)^i}$$

ahol, V_0 a vállalat értéke a 0. időszakban, az CF_i a jövőbeni pénzáram egy adott i időpontban, az r a diszkontáláshoz használt kamatláb. A jövőbeni pénzáramokat jelenértékre kell diszkontálni és ezek összessége fogja kiadni a vállalat értékét (Brealy, 2011).

A vállalatok értékelése során felmerül a kérdés, hogy a vállalat egészét, vagy csak a saját tőkéjét vizsgáljuk. Fontos megjegyezni, hogy bankok a vállalat értékelés speciális esetei, melyet 8.1 részben bővebben kifejték. Számukra a hitel nem adósságot, hanem bevételt jelentő forrást testesít meg, de emellett számos dologban különböznek a normál cégektől, ezért nem mindegy milyen módszert választunk.

6.3. DCF modellek típusa

A DCF modellen belül 3 módszer határozható meg. Az első esetben a vállalat egészét vizsgáljuk, tehát értékeliük mind a meglévő befektetéseket a növekedést generáló eszközeivel együtt. A második esetben a modell arra koncentrál, hogy milyen sajáttőke-arányos hozamot érhetünk el a tőke költséghez viszonyítva. A harmadik esetben pedig a vállalat saját tőke értéke adja a vállalati értéket.

6.3.1. FCF Modell

Az FCFF (Free Cash Flow to Firm) modell segít a vállalat teljes szabad pénzáramának meghatározásában. A szabad pénzáramlás jelenti a vállalat által szabadon felhasználható pénzállomány értékét. Ez az érték magába foglalja a hitelezők és a tulajdonosok kielégítéséhez szükséges pénzüsségeket.

$$V_L = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1 + WACC)^t}$$

ahol, V_L a vállalat teljes értéke, CF_t a befektetési, a pénzügyi és a működési folyamatok után fennmaradó t időpontban esedékes pénzáram, mely tartalmazza a hitelezők és tulajdonosok kifizetéseit, a nevezőben a súlyozott átlagos tőkeköltséggel diszkontálunk. (Pálkó, Szabó, 2021).

A dolgozat során nem ezt a módszert fogom használni, hiszen a vállalat teljes értékének meghatározása nem alkalmazható bankok esetében, ugyanis ezek az intézmények a korábban említettek szerint a vállalatértékelés speciális esetei mellett lehetetlen volna kiszámítani.

6.3.2. DDM Modell

A DDM (Dividend Discount Model) modell a vállalat értékét, úgy határozza meg, hogy a jövőben várható osztalékot jelenértékre diszkontálja. Végeredményül a saját tőke értékét kapjuk meg és a jövőbeni osztalékfizetések adják a cash flowt.

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

ahol, P_0 a részvény jelenlegi értéke, D_t a t időre kapott osztalék P_n az n -edik időszakban realizálható eladási ár, r a befektető által elvárt hozam.

Ezt a módszert lehet használni bankok értékelése esetén, emellett a gyakorlatban nem túl flexibilis, mert az osztalék kifizetés mértéke a vállalatok életében nagy mértékkel ingadozik, sőt az is előfordulhat, hogy a vállalat nem fizet osztalékot (Xu, 2022). Éppen ezért a modellt nem alkalmaztam a dolgozatom során.

6.3.3. ECF Modell

Az ECF (Equity Cash Flow) modellben a cash flow-k a saját tőke növekedését adják és ezt a nevezőben található sajáttőke költséggel kell diszkontálni. Végeredményképpen a tulajdonosi pénzáramok kerülnek meghatározásra.

$$V_e = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_{et}}{(1 + k_e)^t}$$

ahol, V_e a saját tőke várható értéke, CF_{et} a saját tőke cash flow-ja t időpontban, k_e a saját tőke költség, melyet a következő fejezetben (6.1) fogok részletezni.

Ezt a módszert fogom használni az UniCredit Bank Hungary Zrt. értékelésére, mert sokkal elterjedtebb, gyakorlatiasabb és ennek segítségével pontosabban lehet meghatározni a bank saját tőkéjére vonatkozó megállapításaimat.

A modell használatánál a tulajdonosok pénzáramáramlásait kell figyelni, minden más, mint például a hitelezőkkel szembeni kifizetések már rendezve vannak. A ECF módszer esetén a cash flow-kat nem a WACC értékével kell diszkontálni, hanem a sajáttőke költséggel, így kiszámítható a saját tőke értéke, tehát az, hogy mennyi osztalék jut a tulajdonosok számára. Ha a vállalat teljes összeget kifizetné osztalékként, akkor az ECF modell értéke megegyezne a DDM modell értékével. A gyakorlatban viszont nem ez a szokás, hiszen a cégek a növekedésük érdekében az eredményük egy részét visszaforgatják. (Takács, 2021)

7. SAJÁTTŐKE KÖLTSÉG

Ebben a fejezetben az UniCredit Bank Hungary Zrt. sajáttőke költségét a CAPM modell segítségével határozom meg. Ezt megelőzően részletesen CAPM módszer magyarázatára, kiszámítására és annak komponenseire.

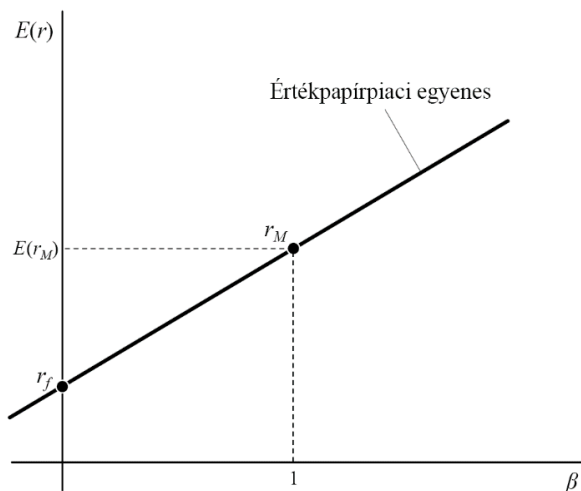
Az 1960-as években kialakított modell a Capital Asset Pricing Model (CAPM) a befektetések várható hozamát mutatja meg a kockázatok függvényében. (Sharpe, 1964) A módszer feltételezi, hogy nincsenek tranzakciós költségek, a piacok tökéletesen hatékonyak, befektetők informáltsága is azonos és tökéletesen diverzifikált portfóliót tartanak.

$$CAPM = kockázatmentes hozam + \beta * (részvénykockázati prémium)$$

A 10. ábra a részvény hozamát írja le a kockázat függvényében. Az értékpapírpiacon egyenes segítségével leolvasható, hogy a kockázat egyenesen arányos az elvárt hozammal $E(r)$, tehát minél magasabb a kockázat annál nagyobb lesz az elvárt hozam is. Amennyiben 1-nél kisebb a béta akkor azt mondhatjuk, hogy kevésbé lesz volatilis, tehát kisebb a kockázat és kisebb az elvárt hozam is. Zérus béta értéknél megkapjuk a kockázatmentes hozamot. Ez esetben a részvény nem korrelál a piaccal. A részvény kockázata annál a pontnál fog megegyezni a piaci kockázattal, ahol a béta értéke pontosan 1-gyel egyenlő. Természetesen felvehet negatív értéket isolyankor ellentétesen mozog az adott instrumentum a piaccal.

10. ábra: Értékpapírpiazi egyenes

(Forrás: Andor, 2018.)



7.1. CAPM kiszámítása

A mutató meghatározáshoz 3 inputra lesz szükség: a kockázatmentes hozamra, a saját tőke kockázati prémiumára, valamint a befektetés relatív kockázatára (bétára). A következőben ezek a komponensek kerülnek részletezésre.

7.1.1. Kockázatmentes hozam

A kockázatmentes hozam volatilitása zérus, tehát olyan befektetési eszközosztályt keresünk, amelynek a jövőbeni kifizetési valószínűsége 1. Ebből adódóan kizárjuk a vállalati befektetéseket. A legkevésbé kockázatos eszközosztálynak az állam által kibocsájtott értékpapírok hozamait tekinthetjük, ilyen lehet például az államkötvény azért, mert feltételezhetően az állam csődkockázata alacsony. Teljes mértékben azonban ezek a papírok sem garantálják a teljes kockázatmentességet. Természetesen minden állampapír eltérő hozammal is rendelkezik, ez a jegybanki kamatpolitika mellett az ország csődkockázati felárából is adódik. Például elmondható, hogy Magyarországon a kockázatmentes hozam nagyobb, mint az Egyesült Államokban. Továbbá az is érdemes figyelembe venni, hogy ezen papírok hozama a lejáratuk függvényében is változik. (Damodaran, 2008) szerint a kockázatmentes hozam lejáratát az előrejelzés idő-intervallumához kell igazítani. A szakdolgozatomban az előrejelzést 5 évre előre fogom készíteni így az 5 éves államkötvény hozamát vettem alapul. Az interneten az Államadósság Kezelő Központ oldalán napra pontosan lekérhető az 5 éves zéró kupon hozam értéke. A zéró kupon, olyan értékpapír, amelyet a

befektetők névérték alatt vásárolnak meg egy adott időszakra, ezalatt az idő alatt a kötvény nem kamatozik, majd a lejárat végén a névértéket vissza kell fizetni a hitelezőknek és a kettő különbsége adja meg a hozam értékét. Az országhozzáértékelési prémium egy adott ország állampapírjainak vagy más pénzügyi eszközeinek hozamát jelenti, mely tükrözi a befektetők által érzékelt gazdasági és politikai kockázatokat. Ez egy fajta „biztosíték”, arra az esetre, ha, becsődöl az ország akkor is kifizetnek a befektetőknek. Az országhozzáértékelési prémium értéke megtalálható Magyarországra vonatkozóan Damodaran weboldalán a Országhozzáértékelési felárak és kockázati prémiumok között. Alapvető feltétel a komponens meghatározásánál (Damodaran, 2008) szerint, hogy a kockázatmentes befektetés nem tartalmazhatja a csődkockázatot. A zéró kuponba, viszont implicit bele van kalkulálva az országhozzáértékelési prémium értéke. Ebből adódóan a zéró kupon kincstárjegyből ki kell vonnunk az országhozzáértékelési kockázatot. Ha ezt nem tennénk, akkor a sajáttőke költségben kétszer szerepelne az ország kockázat, hiszen az országhozzáértékelési kockázat a kockázati prémium egyik komponense.

A magyar 5 éves zéró kupon hozama 2024.09.22.-én 6,55 %, és az országhozzáértékelési prémium értéke pedig 2,78% volt. Az 5 éves zéró kupon hozam értékéből levonjuk az országhozzáértékelési prémiumot, így kiszámítható a kockázatmentes hozam.

1. táblázat: A kockázatmentes hozam meghatározása

(Forrás: Államadósság Kezelő Központ, saját szerkesztés)

Unicredit Hungary Zrt.	
5 éves zéró kupon hozam	6,55%
Országhozzáértékelési prémium	2,78%
Kockázatmentes hozam (rf)	3,77%

7.1.2. Béta (a befektetés relatív kockázata)

A béta, a CAPM komponense megmutatja, hogy a vizsgált pénzügyi eszköz mennyire volatilis a piaci átlaghoz képest. Például a részvények árfolyamát a piaci index árfolyamának mozgásához kell viszonyítani, tehát ez esetben a bankszektor piaci indexéhez. Ha lenne múltbéli részvényárfolyamhoz adatunk, akkor regresszióval ki lehetne számolni a béta értékét és a függvény meredeksége adná meg a bétát. Az Unicredit Bank Hungary Zrt-nek nincs tőzsdén, ezért részvény árfolyammal sem rendelkezik, így nem használható ez a megoldás. Ha a MOL-nak vagy az OTP-nek a bétájára lennénk kíváncsiak, az nem jelente különösebb problémát, hiszen azok az adatok könnyedén rendelkezésünkre állnának. Szakdolgozatom szempontjából a béta értékének meghatározása az előzőekben említettektől komplikáltabb. A

szakirodalom azt javasolja, hogy ebben az esetben „felépítéses bétát” érdemes használni. (Damodaran, 2012) Először meg kell határozni az úgynevezett „szektor bétát”, melyhez Európára vonatkozóan Damodaran által készített táblázatot használtam. Ebben, listázva vannak a különböző iparágak azok bétái is. Majd a szektor bétát és a szabályozói kockázati tényező értékét össze kell adni, így megkapjuk a bétát. Ezt a fogalmat egy példán keresztül úgy a legegyszerűbb bemutatni, hogy a bank nem csak azért tartalékol tőkét, hogy elkerülje a fizetéseképtelenséget, hanem azért is, hogy megfeleljen a szabályozó előírásainak. Magyarországon a bankok szabályozója az MNB, mely tőke követelmény módosítást írhat elő, ezt mindig valamilyen kockázati mérték függvényében teszi. Más bank típusú elemzések kockázati tényezőjében hasonlóan fellelhető szabályozói kockázat, mint faktor.

A Szektor béta értéke 2024.09.22.-én 0,78 és a szabályozói kockázat értéke pedig 0,60-ra határoztam meg. A két érték összege 1,38, melyből következik, hogy akkor a vállalat a piaci bétához képest kockázatosabb.

2. táblázat: A korrigált béta értéke

(Forrás: Damodaran, saját szerkesztés)

Unicredit Hungary Zrt.	
Szektor béta	0,78
Szabályozói kockázati tényező	0,60
Korrigált béta	1,38

7.1.3. Részvénykockázati prémium

A részvénykockázati prémium azt jelenti, hogy a befektetők bizonyos kockázatvállalásért cserébe úgynevezett extra hozamban szeretnének részesülni. (Damodaran, 2022) szerint számítása több módon lehetséges:

- Az első módszer, mikor múltbéli adatok alapján historikusan hozam és kockázati adatokból számtani vagy mértani átlagtaggal kell számolni. Ez a módszer azért félrevezető, mert múltbéli adatokon alapul és a múlt nem minden esetben tükrözi a jövőt.
- A második módszer hasonlóan működik, mint egy piackutatás, tehát megkérdezik a tapasztalt befektetőket, hogy fogalmazzanak meg egy kockázati prémiumot a jelenlegi makropiaci hangulat alapján. Ez a módszer sem a legcélravezetőbb, mert előfordulhat, hogy egyes befektetők a vizsgált időszakban nem megfelelően látják a piacot.
- A harmadik módszer az előre mutató megközelítés, amelyet (Damodaran, 2022) a legpontosabbnak jellemezni múltbéli adatokkal dolgozik és ezen adatok segítségével

ad előrejelzést a jövőre vonatkozóan. A dolgozatomban így ezt a módszert fogom alkalmazni.

Az előremutató részvénykockázati prémium értéke 2024.09.22.-én 4,05% volt Damodaran számításai alapján, amit úgynevezett „reverse DCF-model” segítségével számol ki az S&P 500 aktuális árfolyamából kiindulva.

A cégcsődkockázati prémium, egy fajta kompenzáció a befektetőknek a magasabb kockázat vállalásért cserébe, hogy a vállalat esetleg nem tudná visszafizetni a tőkét vagy a kamatokat. A hitelminősítők, mint például a Moody’s értékelik a vállalatok, országok pénzügyi stabilitását és hitelképességét. Az általuk kidolgozott minősítések közvetlen hatással van a cégcsődkockázati prémium mértékére. A Moody’s 2024.09.22.-én érvényben lévő minősítése Magyarországra vonatkozóan Baa2. Ez az érték számokba kifejezve 1,95%-os cégcsődkockázati prémiumot jelent.

Ez követően meg kell határozni a teljes kockázati prémiumot, amely a következő adatokból tevődik össze:

$$\text{Teljes kockázati prémium} = \text{Részvénykockázati prémium} + \text{Országkockázati prémium} + \text{Cég csődkockázati prémium}$$

3. táblázat: A teljes kockázati prémium értéke

(Forrás: Damodaran, saját szerkesztés)

Unicredit Hungary Zrt.	
Országkockázati prémium	2,78%
Cég csődkockázati prémium (Baa2)	1,95%
Részvénykockázati prémium	4,05%
Teljes kockázati prémium	8,78%

Végül a CAPM modell segítségével már ki lehet számítani a saját tőke költségét, ami a következő:

$$3,77\% + 1,38\% * 8,78\% = 15,92\%$$

Ez azt jelenti, hogy a vállalatnak éves szinten legalább 15,92%-os hozamot kell elérnie saját tőkéjén ahhoz, hogy megfeleljen a részvényesek elvárásainak, illetve, hogy a részvényesek számára vonzó befektetés maradjon.

8. PÉNZÁRAMOK

Ebben a fejezetben bemutatom azokat az értékelési nehézségeket, amelyeket nem szabad figyelmen kívül hagyni egy bank értékelése során, ezekre megoldási javaslatot teszek és meghatározom az általam elemzett bank pénzáramait.

8.1. Értékelési nehézségek

A 6.2. részben említettem, hogy a bankok a vállalat értékelés speciális eseti és nem csak a hitelállomány speciális szerepe miatt, hanem a szabályozó korlátozása, valamint az újra befektetési elemek nehéz felmerése miatt is. Elemzésük során mind a kötelezettségeik mind a befektetéseik értékelése, így a pénzáramlások becslése is bonyolultabb, mint a normál cégeknél, mert figyelembe kell venni a szabályozói követelmények értékre gyakorolt hatását is.

8.1.1. Hitelállomány szerepe

Amikor nem pénzügyi vállalat tőkeállományát szeretnénk meghatározni általában hitelállományra és saját tőke állományra gondolunk. Ezek a cégek a számukra szükséges tőkét beszerezhetik a bankoktól, a részvény befektetőktől és a kötvényvásárlóktól. A pénzügyi szolgáltatók esetén, viszont a hitelállomány úgymond „alapanyagként” funkcionál, így a tőkeállomány csak a saját tőkét foglalja magába.

8.1.2. Szabályozás szerepe

A bankok erőteljesen szabályozott kertek között működnek. Általában ezek a szabályozások háromféle formát ölthetnek:

- saját tőke arányok megfelelő szinten tartása annak érdekében, hogy a bankok ne tudják az erőforrásaikat túlzott mértékben kihasználni és ezáltal kockáztatni, hogy nem tudnak eleget tenni az ügyfelek követeléseinek,
- különböző megszorítások érvényesülnek, hogy hova fektethetik be tőkéjüket,
- a szabályozók korlátozhatják az új szereplők piacra lépését.

Ha a szabályozási előírások megváltoznak, illetve számítani lehet azok módosulására, akkor ezen szigorú szabályok befolyásolják a vállalatok értékét és a pénzáramokat a diszkontált pénzáramlások modelljében, ezért megoldásként ezt a kockázatot bele kell építeni, mind a várható hozamba, mind a jövőbeli pénzáramlásba.

8.1.3 Újrabefektetés szerepe

Nem pénzügyi szolgáltatóknál az újrabefektetést a növekedéshez szükséges feltételként azonosítják. Ez az az érték, amelyet vállalat a tiszta hozamból felhasználhat a további növekedés érdekében. Ennek két formája létezik:

- a beruházás, mely esetén a vállalat tárgyi és hosszú élettartamú eszközökbe forgatja a pénzét, így a beruházás és az értékcsökkenés adja meg a nettó beruházás értékét,
- a működőtőke beruházás, melynél a vállalat, inkább rövid lejáratú eszközökbe fektet.

A pénzügyi szolgáltatók esetén, ha az újrabefektetést a növekedéshez szükséges feltételként azonosítjuk, akkor mind a nettó tőkeberuházás mind a működőtőke beruházás értékelése problémás, mert bankok inkább immateriális javakba pl.: humán tőkébe fektetnek, így a növekedéseik gyakran működési ráfordítások formájában jelennek meg. Természetesen léteznek kis összegű tőkeberuházások a pénzügyi beszámolóokban. Ha működő tőkét a forgóeszközök és a rövid lejáratú kötelezettségek különbözeteként értelmezzük akkor a bankok mérlegében megjelenő tételek nagy részét be kellene sorolni ezen kategóriák egyikébe, ami nem lenne megfelelő. Fontos megjegyezni, hogy amennyiben nincs meghatározva az újrabefektetés a növekedés meghatározása sokkal bonyolultabb, ezért a megoldás az, ha a saját tőke közvetlen módszerét alkalmazzuk, melynek segítségével előre jelezhetjük a pénzáramlást az újra befektetési tevékenység becslése nélkül. (Damodaran, 2006)

8.1.4. Céltartalék képzés

Pénzügyi szolgáltató elemzésénél mindenképpen említést kell tenni a céltartalékképzésről, hogy milyen szerepet tölt be ezen vállalatok életében. (Damodaran, 2006)

A jövőbeni veszteségek elkerülése miatt képzik így biztosítékként szolgál a vállalat életében. Az összes céltartaléknak egyenlőnek kell lennie az adott időszak összes kétes hitelállományával. A túl sok indokolatlan céltartalékképzés alacsonyabb nettó eredményt generál, mely csökkenti a saját tőke hozamát és az újra befektetési rátát, így a vállalati saját tőke is csökken. Ha alig van céltartalék, akkor a saját tőke túlértékelté válik.

8.2. A bankok DCF alapján történő értékelése

(Damodaran, 2006) szerint a bankokat három féle módon szokás értékelni, melyek a következő alfejezetekben kerülnek kifejtésre.

8.2.1. Osztalékdiskont modell

Az alapmodell szerint a részvény értéke a részvényből származó várható osztalék jelenértéke.

$$\text{Egy részvényre jutó saját tőke} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{DPS_t}{(1 + k_e)^t}$$

ahol, DPS_t az egy részvényre jutó várható osztalék t időszakban k_e a saját tőke költsége, azokkal a feltételekkel, hogy a tőzsdén jegyzett vállalat végtelen ideig működik, az osztalék várható növekedési üteme állandó. Ebből felismerhető a Gordon modell melyről a korábbiakban már a fejezet elején említést tettem

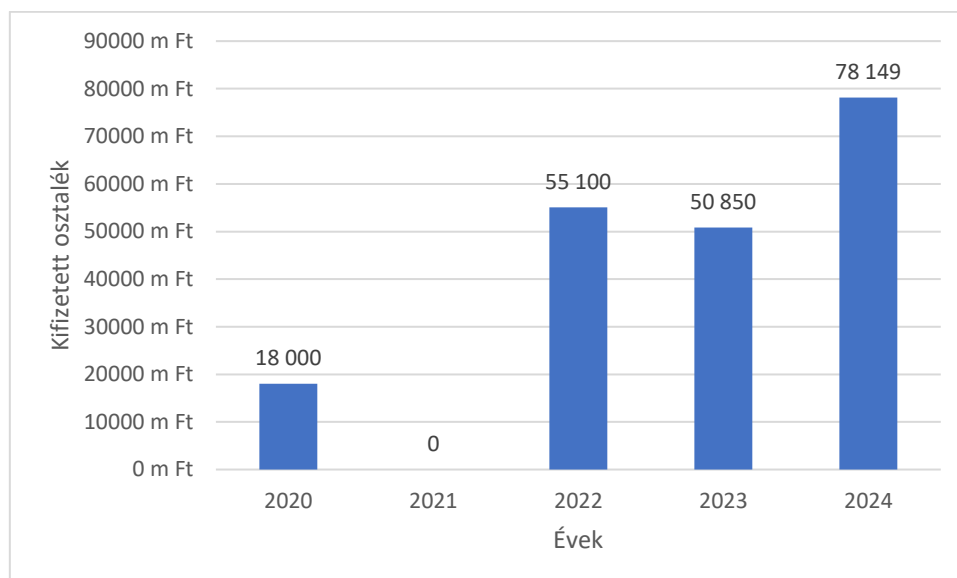
$$\text{Egy részvényre jutó saját tőke stabil növekedési üteme} = \frac{DPS_1}{(k_e - g)}$$

ahol, g az örökké várható növekedési ütem.

Nem ezt a modellt alkalmazom, mert a hitelintézetek jövőbeni osztalék fizetéseit nagyon nehéz előre jelezni az osztalékpolitika változékonysága miatt, mely által nem lesz pontos az elemzés. Szemléltetésképpen kigyűjtöttem az UniCredit Bank által kifizetett osztalékok alakulását az elmúlt 5 évben, mely a 11. ábrán látható. Az osztalékfizetések jelentős ingadozásokat mutatnak az évek során. Ez a bizonytalanság megnehezíti a jövőbeli osztalékok pontos előrejelzését. A pénzügyi szektor elég érzékeny a makrogazdasági változásokra, mint például az infláció, a kamatlábak és a szabályozási környezet változásaira. Ezek a tényezők szintén nehezé teszik a jövőbeli osztalékok előrejelzését. Továbbá az is látható, hogy 2021-ben a bank nem fizettek osztalékot, az ilyen intézetek esetében az osztalékdiskont-modell nem alkalmazható, vagy csak erősen korlátozottan használható. Az ilyen jellegű tételek tovább torzíthatják a DDM alkalmazását.

11. ábra: Az UniCredit Bank osztalékfizetéseinek alakulása 2020-tól napjainkig

(Forrás: Az UniCredit Bank éves beszámolóí alapján saját szerkesztés)



8.2.2. Többlethozamon alapuló modell

A vállalat értéke ezekben a modellekben a vállalati tőke aktuális értékének és a jövőben várhatóan elérhető többlethozamok jelenértékének összegeként határozható meg. A tőkeállománnyal kapcsolatos bonyodalmak miatt csak a saját tőkére koncentrálnak.

A saját tőke értéke = Befektetett saját tőke jelenlegi értéke

+ A befektetőknek járó jövőbeni várható többlethozam jelenértéke

A képletből látható, hogy a módszer a többlethozamokra összpontosít. Fontos, hogy a modell figyelembe veszi a jövőbeni várható befektetéseket is. Ez azt jelenti, hogy nem csak előrejelzésként használható, hanem megmutatja azt is, hogy a befektetések mekkora hozamot fognak elérni.

8.2.3. A saját tőkére jutó pénzáramlásokat diszkontáló modell

„A saját tőkére jutó pénzáramlás olyan – a hitelállománnyal kapcsolatos kifizetések után a részvényesek számára rendelkezésre álló - összeg, mely a befektetőkhez kerül, mely összhangban van az újra befektetéssel.” (Damodaran, 2006, 635 p.)

Az általam választott FCFE modell a következőképpen írható fel (Damodaran, 2012):

$$FCFE = \text{nettó eredmény} - \text{nettó tőkeberuházás} - \Delta \text{ készpénz nélküli működő tőke}$$

- (kötelezettségek visszafizetése – újabb kötelezettség változása)

A bankok esetében azonban nem lehet meghatározni a tőkeberuházást és a működő tőkét.

Megoldás két módon lehetséges:

- Az osztalékot azonosnak kell tekinteni a saját tőkére jutó szabad pénzáramlással. Ennek az a feltétele, hogy a vállalat teljes szabad pénzáramlását ki kell fizetni osztalékként a részvényeseknek. Ezt a modellt azért könnyű alkalmazni, mert nem kell vizsgálni mekkora összeget forgatnak vissza a cég működésébe, de ez a fajta megközelítés nem túl életszerű, ezért nem ezt a megoldást fogom választani (Damodaran, 2006)
- A másik módszernél figyelembe vesszük az újra befeketés lehetőségét, mert nagyobb annak a valószínűsége, hogy a szabályzó szigorítása miatt emelni kell a szavatoló tőkét, hogy a bank több hitelt legyen képesek kihelyezni. Ezt a módszert fogom alkalmazni, mert sokkal gyakorlatiasabb, mint az előző.

Bankok általában humán tőkébe, illetve olyan tőkeelemekbe fektetnek, melyet a hatóságok szabályoznak. Ez számukra meghatározza a növekedésük korlátait. A módszer segítségével lehetőségünk nyílik arra, hogy ezen tőke elemeket be tudjuk sorolni az újra befektetési tevékenységbe, ezért ezt a módszert fogom használni.

9. A NÖVEKEDÉSI ÜTEM MEGHATÁROZÁSA

A várható növekedési ütemet az újra befektetési és a saját tőke hozama alapján határozható meg. Fontos megjegyezni, ha a befektetési korlátozások vannak érvényben a jövőben alacsonyabb saját tőke hozamot képesek elérni a vállalkozások, mely negatívan hat az értékükre. Bankok esetén pontosan ez történik.

A növekedési ütem egy becslés, melyet négy féle módon lehet meghatározni:

- Menedzsment előrejelzése alapján: a menedzsment előrejelzést ad a vállalat jövőbeni kilátásaira vonatkozóan a tulajdonosok számára, amivel fontos tisztában lenni az elemzés elkészítése során, viszont nem feltétlen kell megegyeznie az elemzés során tett feltételezésekkel, mert sokszor a menedzsment elfogult előrejelzést ad a jövőre vonatkozóan, annak érdekében, hogy minél több befektetőt tudjon bevonni, ezért nem ezt fogom alkalmazni
- Elemzők előrejelzései alapján: ez a módszer is hasonlít az előzőhöz, így hosszú távon nem jól működik, ezért nem ezt választom, mert hibás és inkonzisztens eredményt ad.
- Növekedési ütem a vállalat fundamentumaiból: az határozza meg a növekedési ütemet, hogy mennyit fektet új eszközökbe és milyen ezen beruházások minősége. Nem ezt a módszert alkalmazom, mert a szabályozó korlátozásai miatt nem egyszerű meghatározni, milyen eszközökbe fog fektetni a vállalat, ezáltal nagyobb a hibázás lehetősége
- Historikusan múltbéli eredményekből: ezt a módszert választom, mert ez stabil növekedésű vállalatok esetén jól működik így ez adja a legpontosabb eredményt a vizsgált bank esetén.

9.1. Az Unicredit Bank Hungary Zrt. növekedési ütemének meghatározása

Az 7.1. fejezetben meghatározásra kerül a CAPM értéke. Jelen fejezet eddigi részeiben számos problémát vettem fel, amelyek hatással lehetnek a pénzáramok alakulására. Ezt követi a növekedési ütem és a pénzáramok meghatározása. A növekedési ütem alakulását a 4., 5., 6. és 7. táblázatok segítségével mutatom be.

4. táblázat: Az Unicredit Bank múltbéli teljesítményei

(Forrás: Unicredit éves beszámolóí alapján saját szerkesztés)

Unicredit Hungary Zrt.	2020 -4	2021 -3	2022 -2	2023 -1	2024 Jelenlegi
Kockázattal súlyozott eszközérték	1 721 621	1 566 838	1 700 847	1 744 889	1 795 304
Tőke megfelelési mutató	19,94%	23,29%	20,68%	21,77%	24,91%
Szavatoló tőke	343 310	364 916	351 761	379 903	447 188
Saját tőke könyv szerinti értéke	388 066	384 736	395 361	391 341	478 556
ROE	13,90%	8,09%	11,88%	21,57%	21,10%
Adózott eredmény	51 275	31 263	46 339	84 845	91 940

A táblázat elemeit a következő alfejezetekben fogom bemutatni részletesen.

9.1.1. Kockázattal súlyozott eszközérték (RWA) előrejelzése

A Risk weighted Assets (RWA) egy kockázati mérőszám pontosabban hitel nemteljesítési és migrációs kockázat, melynek az a célja, hogy a bankok veszteségeikre céltartalékot képezzenek és eláltsanak kellő mennyiségű tőkét tartssanak, hogy ellenállóbbak legyenek pénzügyi stresszhelyzetekkel szemben. Tehát a bankok és más pénzügyi szolgáltatók eszközeinek értékelésére szolgál kockázati szintjük figyelembevételével. A tőkekövetelmény meghatározásában is fontos szerepet játszik, mely a szabályozók által előírt tőke megfelelési mutatók alapján van meghatározva. Ha megvizsgáljuk az 5. táblázat múltbéli adatait látható, hogy az értéke historikusan közel 1%-os növekedést produkált a 2021-es év kivételével. Ez valószínűleg az alapkamat emelésnek köszönhető, hiszen az Ügyfelek több pénzt fektettek állampapírokba vagy lekötött betétekbe, így a Bank eszközei megnövekedtek.

Az RWA-t a múltbéli mértani közép alapján számítottam ki.

$$\text{Mértani átlag számítása} = \frac{\text{Eredmény}_0^{\left(\frac{1}{n}\right)}}{\text{Eredmény}_{-n}} - 1$$

A komponens számításához az 5. táblázatban szereplő adatokat fogom felhasználni. A kockázattal súlyozott eszközérték növekedési ütemét, úgy határozom meg, hogy a múltbéli adatok alapján kiszámolom, hogy mennyivel nőtt vagy csökkent az eszközök értéke az elmúlt 5 évben, és ezen értékeknek veszem a mértani közepét. A sorozatban szerepel egy negatív szám (mely kizárja a mértani közép használatát). (Damodaran, 2006) szerint ez a probléma, úgy orvosolható, hogy kihagyjuk ezt az értéket a számításból, de mivel a táblázatban a növekedés és a csökkenés arányainak a mértani közepét keressük, melyben az adatok %-os formában

vannak kifejezve, így a probléma az 1+n transzformáció segítségével oldható meg. A módszer által a sorozat tartalmazhat pozitív és negatív értékeket is egyaránt, mert ha ezekhez az értékekhez hozzáadunk 1-et, úgy minden érték pozitívvá változik, így a mértani közép meghatározása már könnyedén megoldható, arra kell figyelni, hogy a kapott eredményből le kell vonni 1-et, hogy az arányok ne torzuljanak.

5. táblázat: RWA növekedési üteme

(Forrás: UniCredit éves beszámolóí alapján saját szerkesztés)

Unicredit Hungary Zrt.	2020 -4	2021 -3	2022 -2	2023 -1	2024 Jelenlegi
Kockázattal súlyozott eszközérték	1 721 621	1 566 838	1 700 847	1 744 889	1 795 304
%-os változás	15,4%	-9,0%	8,6%	2,6%	2,9%
1+n transzformáció	1,15	0,91	1,09	1,03	1,03
Mértani közép	4%				

9.1.2. Tőkemegfelelési mutató

A Capital Adequacy Rate (CAR): a bankok pénzügyi helyzetének mérésére szolgál és ezen vállalatok összehasonlíthatóságát teszi lehetővé. A bankoknak elegendő tőkét kell tartaniuk, ahhoz, hogy el tudják látni a feladataikat még akkor is, ha nem túl kedvezőek a makrogazdasági körülmények. A megfelelő tőkeszint biztosítása fontos a banknak, mert ezáltal tudja biztosítani a hitelezési képességét, emellett a betétek biztonsága érdekében fontos, hogy mérhető legyen a bankok stabilitása és hatékonysága. A bankrendszer megfelelő tőkeellátottsága érdekében a bázeli egyezmény keretében meghatározták, hogy a nemzetközi szemléletű bankok minimális tőkemegfelelési mutatója minimum 8% legyen. Az általam vizsgált bank tőkemegfelelési mutatója bőven megfelel ennek a kritériumnak a 2022-es év kivételével növekvő tendenciát mutat. A mértani közép alapján növekedési ütemét 22,05%-ra határoztam meg a 6. év végén.

6. táblázat: A projektált tőkemegfelelési mutató

(Forrás: UniCredit éves beszámolóí alapján saját szerkesztés)

Unicredit Hungary Zrt.	2020 -4	2021 -3	2022 -2	2023 -1	2024 Jelenlegi
Tőkemegfelelési mutató	19,94%	23,29%	20,68%	21,77%	24,91%
Mértani közép	22,05%				

9.1.3. Szavatoló tőke

Az MNB által előírt likvid eszközök halmaza. A szavatoló tőke olyan tőkeelem, amely megmutatja, mekkora tőke áll rendelkezésre az előre nem várható veszteségek fedezetére, hogy védje a betéteseket, és a hitelezőket. Értéke a táblázatban látottak alapján folyamatosan növekszik a gazdasági helyzetnek köszönhetően.

Kiszámítása:

$$\text{Szavatoló tőke} = RWA * CAR$$

9.1.4. Saját tőke könyv szerinti értéke

A saját tőke értéke megmutatja mennyi a vállalkozás vagyona, olyan forrás, amelyet vállalat állít elő saját magának. Vállalat értékelésnél sokszor felmerül a kérdés, hogy a pénzügyi vagy a számviteli mérleget a használjuk. A nem pénzügyi vállalatok esetén a pénzügyi mérleg használatát javasolják a szakirodalmak, mert a számviteli figyelmen kívül hagyja a vállalatértékelés legnagyobb komponensét, a jövőbeni növekedést. Mindemellett a könyv szerinti érték nem tartalmazza a kutatás fejlesztést. Továbbá a vállalat saját tőke könyv szerinti értékét befolyásolják a számviteli alapelvek és a könyvelői döntések. Két ok miatt mégis megbízhatóbb pénzügyi szolgáltatóknál:

- a pénzügyi szolgáltatók eszközei pénzügyi eszközök, melyek a piacon folyamatosan árazódnak
- az amortizáció, iparvállalatoknál könyv szerinti értékét jelentősen befolyásolja, de pénzügyi szolgáltatóknál gyakran elhanyagolható.

A múltbéli adatok alapján a saját tőke könyv szerinti értéke évente átlagosan 5%-os növekedést ért el.

9.1.5. Saját tőkearányos nyereség

Return On Equity (ROE), azt mutatja meg, hogy adott bevételen mekkora az eredmény, azaz a saját tőkére vetítve mekkora a vállalkozás tiszta hozama százalékban kifejezve.

$$ROE = \frac{\text{adózott eredmény}}{\text{saját tőke}} = \frac{\text{egy részvényre jutó nyereség}}{\text{egy részvényre jutó saját tőke}}$$

Az ROE 2021-ben jelentősen csökkent a COVID és a kijárási korlátozások eredményeképpen, de következő éven elkezdődött a javulás és azóta is szépen növekvő trend figyelhető meg. A 2021-es év eredménye látszólag lerontja a növekedési ütem előre jelzését, ezért a várható eredményeket nagy mértékben torzította.

7. táblázat: Projektált ROE

(Forrás: UniCredit éves beszámolóí alapján saját szerkesztés)

Unicredit Hungary Zrt.	2020 -4	2021 -3	2022 -2	2023 -1	2024 Jelenlegi
ROE	13,90%	8,09%	11,88%	21,57%	21,10%
Mértani közép	14,35%				

9.1.6. Adózott eredmény

A vállalkozás eredményét mutatja meg miután az adózás előtti eredményből levontuk az adót, ha az értéke pozitív akkor nyereségről beszélhetünk, ha negatív akkor veszteségről. Az adózott eredmény 2021-ben jelentősen lecsökkent, de azóta a cég folyamatosan erősödött, 2024-ben érte el a legmagasabb nyereséget.

Az Unicredit Bank Hungary Zrt. pénzügyi mutatói alapján elmondható, hogy az elmúlt években a COVID-ot követően folyamatosan növekvő tendenciát mutatott a tőkemegfelelési mutató, a szavatoló tőke és az adózott eredmény tekintetében. A ROE és a saját tőke könyv szerinti értéke is növekedett, amely a bank pénzügyi stabilitását és eredményességét mutatja.

9.2. Az FCFE levezetése

Jelen fejezetben meghatározom az FCFE értékért, melyet a 8.2.3. alfejezethez használt képlet, valamint a 6. és a 9. fejezetben levezetett eredmények segítségével, a 8-as táblázatban mutatok be.

A kockázattal korrigált eszközök értékét, úgy tudjuk meghatározni, hogy a jelenlegi eszköz értéket, amely 1 795 304 millió Forint megszorozzuk a 5.s táblázat becsült éves növekedési ütemével, tehát $1\,795\,304 \cdot (1 + 0,04) = 1\,867\,116$, mely segítségével kiszámolható a 2025-ös és a többi év kockázattal súlyozott eszközeinek az értéke.

A ROE és a tőkemegfelelési mutatót a lineáris interpoláció segítségével határozható meg. Az interpoláció egy olyan matematikai módszer, amely a megadott pontok közötti új értékek becslésére szolgál, úgy visszaadja ezen pontokban a mérési értékeket. A lineáris

interpoláció olyan, mintha a két ismert pont között húznánk egy egyenest és ezen az egyenesen becsülnénk meg a közbenső értékeket. Szemléltetésképpen levezettem a ROE mutató várható értékét a 2025-ös évre vonatkozóan.

Számítása:

$$14,35\% + \frac{21,10\% - 14,35\%}{6} * (6 - 1) = 19,975\%$$

Az egyenlet segítségével ki kell számítani a további évek eredményeit, mind a ROE, mind a tőke megfelelési mutató esetén.

A szavatoló tőke a kockázattal korrigált eszközök és a tőke megfelelési mutató szorzatával számolható ki. A szavatolótőke változását, úgy lehet kiszámítani, hogy a 2025-ben becsült szavatolótőkéből levontam a 2024-es értéket, tehát 456 169 m Ft- 447 188 m Ft= 8981 millió Ft.

Fontos megjegyezni, hogy a szavatoló tőke a tőke megfelelési mutató függvényében változik a jövőben, ami csökkenti a szabad pénzáramokat, hiszen ezt a tételt a bank nem tudja felhasználni a hiteltevékenysége során. Ezek alapján a szavatoló tőke változását kivontam az adózott eredményből, ami gyakorlatilag az újrabefektetést jelenti. Ahhoz, hogy a bank elérje a megcélzott tőkekövetelményét vissza kell forgatnia a nyereség részét a szavatolótőkébe is.

A saját tőke könyv szerinti értéke a szavatolótőke és a és annak változásától függ, ezért a két komponens összegeként határozható meg. Az adózott eredmény, pedig a ROE és a saját tőke könyv szerinti érték szorzatából kapható meg.

Az összes eddigi eredmény kiszámítása után a tulajdonosi pénzáramok kerülnek meghatározásra, az adózott eredmény és a szavatolótőke változás különbözeteként. Tehát a táblázatom alapján elmondható, hogy az UniCredit cash flow-ja a 6. évben 64 282 millió Forint lesz.

8. táblázat: Az FCFE levezetése

(Forrás: UniCredit éves beszámolóí alapján saját szerkesztés)

Unicredit Hungary Zrt.	2024 Jelenlegi	2025 1	2026 2	2027 3	2028 4	2029 5	Maradványérték 6
Kockázattal súlyozott eszközérték	1 795 304	1 867 116	1 941 801	2 019 473	2 100 252	2 184 262	2 271 632
Tőke megfelelési mutató	24,91%	24,43%	23,95%	23,48%	23,00%	22,52%	22,05%
Tier 1 szavatoló tőke	447 188	456 169	465 152	474 125	483 071	491 974	500 816
Saját tőke könyv szerinti értéke	478 556	465 149	474 136	483 097	492 017	500 877	509 659
ROE	21,10%	19,97%	18,85%	17,72%	16,60%	15,47%	14,35%
Adózott eredmény	91 940	92 912	89 371	85 623	81 667	77 501	73 124
Szavatolótőke változás		8 981	8 984	8 972	8 946	8 903	8 842
FCFE		83 931	80 387	76 651	72 721	68 598	64 282

10. MARADVÁNYÉRTÉK

A diszkontált cash flow (DCF) modellben a pénzáramlások alakulását nem lehet a végtelenségig előre jelezni, ezért egy jövőbeni időpontban lezárjuk az előrejelzést, majd maradványértéket kalkulálunk, amely az implicit periódusra vonatkozó vállalati értéket reprezentálja.

A maradványértéket három féle módon lehet meghatározni:

- A likvidációs érték feltételezi, hogy a vállalat beszünteti a működését, a felhalmozott eszközöket pedig értékesíti. Ezen megközelítés szerint, az eszközök könyv szerinti értékét korrigálni kell az inflációval.

Várható likvidációs érték =

$$\text{Eszközök könyv szerinti értéke}_{\text{az eszközök átlagos életkora}} \\ * (1 + \text{inflációs ráta})^{\text{az eszközök átlagos életkora}}$$

A módszer korlátja, hogy nem veszi figyelembe az eszközök eredménytermelő képességét, valamint nem folyamatosan működő vállalként értékeli a céget, ezért nem ezt a módszert alkalmazom.

- A szorzószámos megközelítés szerint egy árbevételen és eredményen alapuló szorzószámot alkalmazunk a várható érték meghatározásához. Természetesen saját tőke értékelésnél saját tőke alapú szorzószámot alkalmazunk, mint például az árfolyam nyereség hányados (P/E ráta). Hátránya, hogy szubjektív lehet az értékelés, ezért nem ezt választom, mert a célom a valódi érték meghatározása, amelyet (Damodaran, 2015) szerint nem túl célszerű a relatív értékelésre bízni.
- Az utolsó módszer feltételezi, hogy azt az évet követően, amelyre a maradványértéket meghatározták a vállalat pénzáramlásai a végtelenségig állandó ütemben fognak emelkedni. Ebben az esetben a növekvő tagú örökjáradék modell alapján határozható meg a maradványérték. A modellben vállalt visszaforgatja a pénzáramlásaik egy részét és új eszközökbe fektetnek, ezzel meghosszabbítva azok élettartamát.

$$\text{Maradványérték}_t = \frac{\text{Pénzáramlás}_{t+1}}{r - \text{stabil növekedés üteme}}$$

Az, hogy mely pénzáramlást és diszkontrátát alkalmazzuk attól függ, hogy a vállat egészét vagy a saját tőkét értékeljük. Utóbbi esetben a következőképpen írható fel:

$$\text{Saját tőke maradványértéke}_n = \frac{\text{Saját tőkére jutó pénzáramlás}_{n+1}}{\text{Saját tőke költség}_{n+1} - g_n}$$

A saját tőkére jutó pénzáramlás szűkebb értelemben azonosítható az osztalékokkal, illetve a részvényesek számára rendelkezésre álló szabad pénzáramlásokkal. A képlet ennek tükrében a következő módon írható fel.

$$\text{Maradványérték}_n = \frac{\text{Vállalati szabad pénzáramlás}_{n+1}}{\text{Tőke költség}_{n+1} - g_n}$$

ahol a g_n egyenlő lesz a kockázatmentes hozam értékével. Miért? Mert a modellnek vannak bizonyos megszorításai, amelyeket muszáj figyelembe venni az értékelés során.

Az az egyik legfontosabb szabály, hogy egyik vállalat sem képes a végtelenségig gyorsabb ütemben növekedni, mint a gazdaság, ezért az állandó növekedési ütem nem lehet nagyobb a gazdasági növekedés üteménél. A gazdasági növekedést ebben az esetben a kockázatmentes hozam fogja jelenteni.

A kockázatmentes hozam a következőképpen írható fel:

$$\begin{aligned} \text{Kockázatmentes nominális hozam} \\ = \text{Kockázatmentes reálhozam} + \text{Várható inflációs ráta} \end{aligned}$$

Azért ezt használjuk, mert hosszú távon a kockázatmentes hozam a gazdasági reálnövekedés üteméhez fog igazodni, a kockázatmentes nominális hozam, pedig megközelíti a gazdaság nominális növekedési ütemét.

A saját tőke maradványértéke a következőképpen határozható meg.

$$\text{Saját tőke maradványértéke} = \frac{64\,282}{(13,50\% - 3,77\%,)}$$

Ezt követően levezethető a saját tőkeköltség és a kumulált saját tőkeköltség alakulása. A saját tőkeköltséget, ugyancsak a lineáris interpoláció segítségével határoztam meg, azzal a különbséggel, hogy a dolgozatomban feltételezem, hogy a magyar gazdaságban nem várható nagy volumenű makrogazdasági stressz, így nem növekszik meg szignifikánsan a saját tőkeköltség az elkövetkező két évben.

A várható saját tőke költség értékeiből kalkulálható a kumulált saját tőke költség, amelyre azért van szükség, mert a segítségével kiszámítható a szabad pénzáramlások jelenértéke és a maradványérték jelenértéke, ezáltal a cégérték is. A kumulált saját tőke értéke az első két évben a következőképpen alakul:

1. év $1,16 * (1 + 15,92\%) = 1,34$
2. év $1,34 * (1 + 15,92\%) = 1,56$

A maradványérték jelenértéke a saját tőke maradványértékének és a kumulált saját tőke költség maradványértékének hányadosával ($660\,657/2,67=247\,600$) határozható meg. A szabad pénzáramlások jelenértéke az FCFE és kumulált saját tőke költség hányadosával számítottam ki.

9. táblázat: A maradványérték kiszámítása

(Forrás: UniCredit éves beszámolója alapján saját szerkesztés)

Unicredit Hungary Zrt.	2024 Jelenlegi	2025 1	2026 2	2027 3	2028 4	2029 5	Maradványérték 6
Kockázattal súlyozott eszközérték	1 795 304	1 867 116	1 941 801	2 019 473	2 100 252	2 184 262	2 271 632
Tőke megfelelési mutató	24,91%	24,43%	23,95%	23,48%	23,00%	22,52%	22,05%
Tier 1 szavatoló tőke	447 188	456 169	465 152	474 125	483 071	491 974	500 816
Saját tőke könyv szerinti értéke	478 556	465 149	474 136	483 097	492 017	500 877	509 659
ROE	21,10%	19,97%	18,85%	17,72%	16,60%	15,47%	14,35%
Adózott eredmény	91 940	92 912	89 371	85 623	81 667	77 501	73 124
Szavatolótőke változás		8 981	8 984	8 972	8 946	8 903	8 842
FCFE		83 931	80 387	76 651	72 721	68 598	64 282
Saját tőke maradványértéke							660 657
PV FCFE		62 463	51 610	42 676	35 297	29 180	24 091
Pv Maradványérték							247 600
Saját tőke költség	15,92%	15,92%	15,92%	15,31%	14,71%	14,10%	13,50%
Kumulált saját tőke költség	1,16	1,34	1,56	1,80	2,06	2,35	2,67

Végezetül az elemzésem lezárásaként meghatároztam a vállalati értéket a 11. táblázat segítségével.

A 10. táblázatban levezetett adatokat használtam inputként, mely szerint, a maradványérték jelenértékéhez hozzáadtam a szabad pénzáramlások összegét, így a vállalat teljes értéke 492 918 167 584 Forintra becsülhető.

A P/BV hányados, megmutatja, hogy a cégérték hányszorosa a könyv szerinti értéknek. Az értéke 1 fölött van, ami azt jelzi, hogy a vállalat jól teljesít, tehát a kalkulált piaci értéke nagyobb, mint a könyv szerinti értéke, ezért jövőbeli nyereséget lehet várni tőle.

10. táblázat: A vállalat belsőértékének meghatározása

(Forrás: UniCredit éves beszámolóí alapján saját szerkesztés)

Unicredit Hungary Zrt.	
Free cash flow jelenértékének összege	245 318
Maradványérték jelenértéke	247 600
Cégérték	492 918
P/BV	1,03

11. ÉRZÉKENYSÉGVIZSGÁLAT

Az érzékenységvizsgálat kockázati elemzésként is értelmezhető, mely megmutatja, hogy az alapadatok megváltoztatása, milyen változásokat idéznek elő végső értékekben. Erre a vizsgálatra, azért van szükség, mert a korábbi fejezetekben a becsléseimet a jövőre vonatkozóan a DCF modell alapján készítettem, így azok bekövetkezésének valószínűségében nem lehetünk teljesen biztosak. A vizsgálat segítségével szemléltetni tudjuk, hogyan változnak a DCF modell értékei.

A 11. táblázat a vizsgálat első részét tartalmazza, melyben a DCF modell két fontos paraméterét megváltoztattam. A végtelenített növekedési ráta és a sajáttőke költség $\pm 0,2\%$ -os elmozdításával látható az UniCredit Bank Hungary Zrt. cégértéke.

A táblázat középpontjában, tehát a 3,77%-os végtelenített növekedési rátánál és a 13,50%-os sajáttőke költség kereszteződésénél található az a bázis érték, amely az elemzésem alapjául szolgál. Továbbá az is észrevehető, hogy a sajáttőke költség értékének csökkenése, illetve a végtelenített növekedési rátapozitív irányú elmozdulása növeli a vállalat értékét. A cégértékre a sajáttőke költség változása nagyobb hatással van, mint a végtelenített növekedési ráta változása, így elmondható, hogy a sajáttőke költség megváltozására érzékenyebb a cégérték.

11. táblázat: Az UniCredit Bank Hungary Zrt. érzékenységvizsgálata

(Forrás: Saját szerkesztés)

		Végtelenített növekedési ráta									
		2,97%	3,17%	3,37%	3,57%	3,77%	3,97%	4,17%	4,37%	4,57%	4,77%
Saját tőke költség	14,30%	453,29	457,04	460,94	464,97	469,16	473,52	478,04	482,75	487,65	492,75
	14,10%	458,22	462,13	466,18	470,39	474,76	479,31	484,03	488,96	494,08	499,43
	13,90%	463,32	467,39	471,62	476,01	480,58	485,33	490,27	495,42	500,79	506,40
	13,70%	468,62	472,86	477,27	481,86	486,63	491,59	496,76	502,16	507,79	513,67
	13,50%	474,11	478,54	483,14	487,93	492,92	498,11	503,53	509,19	515,10	521,28
	13,30%	479,81	484,43	489,24	494,25	499,47	504,92	510,60	516,53	522,74	529,24
	13,10%	485,73	490,56	495,60	500,84	506,30	512,01	517,97	524,21	530,74	537,58
	12,90%	491,89	496,95	502,21	507,70	513,43	519,42	525,68	532,24	539,11	546,32
	12,70%	498,30	503,59	509,11	514,86	520,88	527,17	533,75	540,65	547,89	555,50
	12,50%	504,98	510,52	516,30	522,34	528,66	535,27	542,21	549,48	557,12	565,15

A 12. táblázat a vizsgálat második részét tartalmazza, mely hasonlít az előzőhöz. A különbséget az jelenti, hogy a bázis értékhez képest mekkora eltérés jelenik meg. Látható például, hogy 13,50%-os sajáttőke költség mellett, ha megváltoztatjuk a végtelenített növekedési rátát, 4,57%-ra, akkor az Unicredit cégértéke + 3,30%-kal tér el a bázis értékhez képest.

A 11. és 12. táblázatból leolvasható továbbá az is, hogy a sajáttőke változása, nagyobb mértékben hat a vállalat értékére, mint a végtelenített növekedési ráta változása.

12. táblázat: Az érzékenységvizsgálat %-os változása

(Forrás: Saját szerkesztés)

		Végtelenített növekedési ráta									
		3,17%	3,37%	3,57%	3,77%	3,97%	4,17%	4,37%	4,57%	4,77%	4,97%
Saját tőke költség	14,30%	-8,04%	-7,28%	-6,49%	-5,67%	-4,82%	-3,94%	-3,02%	-2,06%	-1,07%	-0,03%
	14,10%	-7,04%	-6,25%	-5,42%	-4,57%	-3,68%	-2,76%	-1,80%	-0,80%	0,24%	1,32%
	13,90%	-6,00%	-5,18%	-4,32%	-3,43%	-2,50%	-1,54%	-0,54%	0,51%	1,60%	2,73%
	13,70%	-4,93%	-4,07%	-3,17%	-2,24%	-1,28%	-0,27%	0,78%	1,87%	3,02%	4,21%
	13,50%	-3,82%	-2,92%	-1,98%	-1,01%	0,00%	1,05%	2,15%	3,30%	4,50%	5,75%
	13,30%	-2,66%	-1,72%	-0,75%	0,27%	1,33%	2,43%	3,59%	4,79%	6,05%	7,37%
	13,10%	-1,46%	-0,48%	0,54%	1,61%	2,72%	3,87%	5,08%	6,35%	7,67%	9,06%
	12,90%	-0,21%	0,82%	1,89%	3,00%	4,16%	5,38%	6,65%	7,98%	9,37%	10,83%
	12,70%	1,09%	2,17%	3,28%	4,45%	5,67%	6,95%	8,28%	9,68%	11,15%	12,70%
	12,50%	2,45%	3,57%	4,74%	5,97%	7,25%	8,59%	10,00%	11,47%	13,02%	14,65%

12. ÖSSZEFOGLALÁS

Az elemzés alapján a szakdolgozat **hipotézisét mely szerint az UniCredit Bank Hungary Zrt. a piaci kiszorítások ellenére is megállja-e a helyét a magyar bankszektorban elfogadom. A döntést a cég piaci részesedése, versenyképes működése és jövőbeni becsült cash flow termelőképessége miatt teszem.** A dolgozatom során megvizsgáltam a magyar bankszektor és bemutattam a szereplőket, és megvitattam a szektor jövőbeni kihívásait. Ezt követően részletesen kitértem az Unicredit múltbéli teljesítményeire a magyar piacon, illetve vázoltam a jelenlegi piaci elhelyezkedését és becslést végeztem a cég jövőbeni kilátásaira a diszkontált cash flow (DCF) modell segítségével. Unicredit Bank Hungary Zrt. cégértékét 492 918 millió Forintra becsültem, amely alapján belátható, hogy a Bank piaci pozícióját tekintve stabil, mindemellett ellenáll a versenytársak és a piac nyomásának.

A DCF modellből kapott belső értékből érzékenységvizsgálatot végeztem és megvizsgáltam, hogy az egyes inputok megváltozása hogyan hatna a cégértékre. Az érzékenységvizsgálat eredményeképpen azt a következtetést vontam le, hogy a cég saját tőke költségének megváltozása érzékenyebb a cégérték, mint a végtelenített növekedési ráta megváltozására. Az érzékenységvizsgálat továbbá arra is rávilágított, hogy a makrokörnyezet változásai, mint a kamatok megváltozása, vagy az MNB szigorításai jelentős hatást gyakorolnak a pénzügyi intézmények jövőbeni cash flow-ira és ezáltal a cégértékre is.

Összefoglalva az eredmények azt jelzik, hogy az Unicredit Bank Hungary Zrt. számos kihívással szembesül a mindennapokban, de a pénzügyi helyzete továbbra is stabil és a jövőbeni kilátási alapján várhatóan képes lesz megtartani a versenyképes piaci pozícióját.

13. IRODALOMJEGYZÉK

- AKK (2024): *Zéró kupon hozam*. Letöltés dátuma: 2024.09.22., forrás:
<https://akk.hu/statisztika/hozamok-indexek-forgalmi-adatok/zero-kupon-hozamok>
- Andor, Gy., (2018): *“Üzleti Gazdaságtan”*. Akadémiai Kiadó, 531 p.
- Bárczi, J (2010): *Alkalmazott vállalatértékelés*, K. n., 103 p.
- Block. Letöltés dátuma: 2024.09.22., forrás:
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1317436
- Bodie, Z.- Kane, A. Marcus, A. (2018): *Investments*. McGraw-Hill 11. kiadás, 570p.
- Brealy, R.- Myers, S., (2011): *Principles of corporate finance*, McGraw-Hill 10. kiadás 107 p.
- Damodaran (2024): *Country Default Spreads and Risk Premium*, Letöltés dátuma:2024.09.22, forrás:
https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html,
- Damodaran (2024): *Részvénykockázati prémium*. Letöltés dátuma:2024.09.22, forrás:
<https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>,
- Damodaran, A., (2006): *A befektetések értékelése - Módszerek és eljárások*. Panem Kft., 1065 p.
- Damodaran, A., (2008): *What is the Riskfree Rate? A Search for the Basic Building*
- Damodaran, A., (2012): *Investment Valuation*. John Wiley & Sons Inc, 992 p.
- Damodaran, A., (2015): *A vállalatértékelés kézikönyve*. Alinea Kiadó, 240 p.
- Damodaran, A., (2022): *Equity Risk Premiums (ERP): „Determinants, Estimation, and Implications”*, Letöltés dátuma: 2024.01.24., forrás:
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4066060
- Dedák I. (2010): *Makroökonómia*. Saldo Kiadó, 263 p.
- DeYoung R., Rice T., (2004): *How do banks make money? A variety of business strategies*, Letöltés dátuma: 2024.01.12 forrás:
<https://www.chicagofed.org/~media/publications/economic-perspectives/2004/ep-4qtr2004-part4-deyoung-rice-pdf.pdf>
- Elemzőközpont: *Értékpapíripiaci egyenes*, Letöltés dátuma:2024.01.12, forrás:
<https://elemzeskozpont.hu/ertekpapier-piaci-egyenes-mit-jelent-hogyan-ertelmezhető>,
- Elemzőközpont: GDP jelentése, Letöltés dátuma:2024.01.12, forrás
<https://elemzeskozpont.hu/gdp-nominalis-real-gdp-jelentese-gdp-adatok-ertelmezese>,

Elte tananyag: *Érzékenységvizsgálathoz tananyag*. Letöltés dátuma:2024.09.22, forrás:
http://tehetseg.inf.elte.hu/tananyagok/tablazatkez/lecke8_lap3.html,
 Gál Z. (2010): *Pénzügyi Piacok A Globális Térben*. Akadémiai Kiadó Zrt., 193 p.
 Hungary | Reports | Moody's (moody's.com) (2024): *Moody's értékelése*. Letöltés dátuma:
 2024.09.22, forrás:
<https://www.moody's.com/researchandratings/region/europe/hungary/0420C1>,
 Huszti E. (2002): *Banktan*. Tas-11 Kft., 428 p.
 Katona K. (2018): *A Pénzügyi Közvetítőrendszer Funkciói*. Wolters Kluwer Hungary Kft,
 622 p.
 Mcleay, M. – Amar, R. – Ryland, T., (2014): *Money Creation in the Modern Economy*,
 Letöltés dátuma: 2023.12.22, forrás:
https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID2416234_code459244.pdf?abstractid=2416234&mirid=1
 Pálinkó É. (2022): *Vállalatértékelés - Értékkeremtés És Értékrombolás*. K. n., 267 p.
 Pálinkó, É., - Szabó, M. (2021): *Vállalati pénzügyek*, Typotex Kiadó.
 Rekettye G. (2018): *Értékkeremtés 4.0*. Akadémiai Kiadó, 336 p.
 Sharpe, W., (1964): *Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk*, The Journal of Finance XIX kiadás, 3.szám, DOI:
<https://doi.org/10.2307/2977928>
 Slideplayer: *Vállalatértékelési módszerek*. Letöltés dátuma:2024.01.12, forrás:
<https://slideplayer.hu/slide/15161812/>,
 Szentesi I. – Túróczi I. – Tóth R., (2023): *Érzékenységvizsgálat alkalmazása a gyakorlatban*, Controller Info, 46 XI. évf. 2023. 4. szám,40-46 p, DOI:
 10.24387/CI.2023.4.9
 Takács A. (2021): *Modern Vállalatértékelés*. Akadémiai Kiadó, 827 p.
 Tóth T. (2021): *Vállalati pénzügyek*. Akadémiai Kiadó, 835 p.
 Unicredit (2024): *Éves beszámoló* Letöltés dátuma: 2024.06.01 forrás:
https://www.unicreditbank.hu/hu/rolunk/befektetok/eves_jelentes.html,
 Vigvári A. (2015): *Pénzügy(rendszer)tan*. Akadémiai Kiadó, 239 p.
 Xu, J., (2022): *Advantages and Disadvantages of Dividend Discount Model and Better Alternatives*, DOI: https://doi.org/10.2991/978-94-6463-042-8_66
 Zéman Z. – Béhm I. (2019): *Módszertan Vállalkozások Pénzügyi Teljesítményének Mérésére*. Akadémiai Kiadó, 487 p.

14. ÁBRAJEGYZÉK

1. ábra: A bankrendszer felépítése	7
2. ábra: Az UniCredit Bank története.....	9
3. ábra: Az adózott eredmény változás 2013-tól napjainkig	12
4. ábra: A vizsgált bankok mérlegfőösszegének alakulása az elmúlt 5 évben.....	14
5. ábra: A szektor mérlegfőösszegeinek alakulása	16
6. ábra: A bankszektor szereplői teljesítményének %-os változása 2018-tól napjainkig.....	17
7. ábra: Mérlegfőösszegek alakulása 2023-ban	19
8. ábra: Értékmérési formák.....	23
9. ábra: A vállalatértékelés munkafolyamata	25
10. ábra: Értékpapírpiaci egyenes	32
11. ábra: Az UniCredit Bank osztalékfizetéseinek alakulása 2020-tól napjainkig	39

15. TÁBLÁZATJEGYZÉK

1. táblázat:	A kockázatmentes hozam meghatározása	33
2. táblázat:	A korrigált béta értéke	34
3. táblázat:	A teljes kockázati prémium értéke	35
4. táblázat:	Az Unicredit Bank múltbéli teljesítményei	42
5. táblázat:	RWA növekedési üteme.....	43
6. táblázat:	A projektált tőkemegfelelési mutató.....	43
7. táblázat:	Projektált ROE	45
8. táblázat:	Az FCFE levezetése	47
9. táblázat:	A maradványérték kiszámítása	50
10. táblázat:	A vállalat belsőértékének meghatározása.....	51
11. táblázat:	Az UniCredit Bank Hungary Zrt. érzékenységvizsgálata.....	52
12. táblázat:	Az érzékenységvizsgálat %-os változása	53

NYILATKOZAT

a szakdolgozat nyilvános hozzáféréséről és eredetiségéről

A hallgató neve: Molnár-Pintér Adrienne
A Hallgató Neptun kódja: EBJ3HX
A dolgozat címe: Az UniCredit Bank Hungary Zrt. vállalatértékelése
A megjelenés éve: 2024
A konzulens intézetének neve: Vidékfejlesztés és Fenntartható Gazdasági Intézet
A konzulens tanszékének a neve: Befektetési, Pénzügyi és Számviteli Tanszék

Kijelentem, hogy az általam benyújtott szakdolgozat egyéni, eredeti jellegű, saját szellemi alkotásom. Azon részeket, melyeket más szerzők munkájából vettem át, egyértelműen megjelöltem, és az irodalomjegyzékben szerepeltettem.

Ha a fenti nyilatkozattal valótlan állítottam, tudomásul veszem, hogy a záróvizsga-bizottság a záróvizsgából kizár és a záróvizsgát csak új dolgozat készítése után tehetek.

A leadott dolgozat, mely PDF dokumentum, szerkesztését nem, megtekintését és nyomtatását engedélyezem.

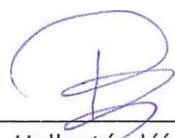
Tudomásul veszem, hogy az általam készített dolgozatra, mint szellemi alkotás felhasználására, hasznosítására a Magyar Agrár- és Élettudományi Egyetem mindenkori szellemitulajdonkezelési szabályzatában megfogalmazottak érvényesek.

Tudomásul veszem, hogy dolgozatom elektronikus változata feltöltésre kerül a Magyar Agrár- és Élettudományi Egyetem MATER Hallgatói Dolgozatok repozitóriumba. Tudomásul veszem, hogy a megvédett és

- nem titkosított dolgozat a védést követően
- titkosításra engedélyezett dolgozat a benyújtásától számított 5 év eltelte után

nyilvánosan elérhető és kereshető lesz az Egyetem MATER Hallgatói Dolgozatok repozitóriumban.

Kelt: Budapest, 2024. 10. 21.


Hallgató aláírása

NYILATKOZAT

Molnár-Pintér Adrienne (hallgató Neptun azonosítója: EBJ3HX) konzulenseként nyilatkozom arról, hogy a szakdolgozatot áttekintettem, a hallgatót az irodalmi források korrekt kezelésének követelményeiről, jogi és etikai szabályairól tájékoztattam.

A záródolgozatot/szakdolgozatot/diplomadolgozatot/portfóliót a záróvizsgán történő védeésre javaslom / nem javaslom .

A dolgozat állam- vagy szolgálati titkot tartalmaz: igen nem*

Kelt: Gödöllő év október hó 26 nap



Dr. Szőke Brigitta
belső konzulens